姜锡明　张栋\著

上市公司非效率投资行为研究

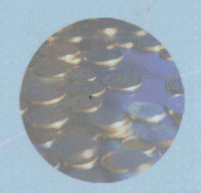
SHANGSHI GONGSI FEI XIAOLV TOUZI XINGWEI YANJIU



新疆人民出版社
XINJIANG PEOPLE'S PUBLISHING HOUSE

责任编辑　李玉新　孙祁娟

封面设计　王世杰




ISBN 978-7-228-13821-0

9 787228 138210 >

定价:25.80 元

姜锡明　张栋＼著

上市公司非效率投资行为研究

新疆人民出版社
XINJIANG PEOPLE'S PUBLISHING HOUSE

图书在版编目(CIP)数据

上市公司非效率投资行为研究 / 姜锡明，张栋著. — 乌鲁木齐：新疆人民出版社，2010.8

ISBN 978-7-228-13821-0

Ⅰ.①上… Ⅱ.①姜… ②张… Ⅲ.①上市公司-投资-经济行为-研究-中国 Ⅳ. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2010)第 160574 号

出　版	新疆人民出版社
地　址	乌鲁木齐市解放南路 348 号
邮　编	830001
制　作	乌鲁木齐捷迅彩艺有限责任公司
印　刷	新疆新华印刷厂
开　本	880×1230　32 开
印　张	6.25 印张
字　数	180 千字
版　次	2010 年 9 月第 1 版
印　次	2010 年 9 月第 1 次印刷
印　数	1-1 500 册
定　价	25.80 元

序

在现代公司的理财管理中，投资决策、融资决策和股利决策是公司最重要的三大决策。其中投资决策作为公司成长的主要动因和未来现金流量增长的重要基础，直接影响公司的融资决策和股利决策，从而影响公司的经营风险、盈利水平以及资本市场对其经营业绩和发展前景的评价，成为公司财务决策的起点。

经典的财务理论——Modigliani 和 Miller(1958)提出著名的 MM 理论，开企业微观投资理论研究之先河，他们认为在一个完美的资本市场中，企业的外部资本和内部资本是可以完全替代的，企业投资所需资金完全可以不需要任何成本地从资本市场中获得。因此，企业的投资不会受到公司财务状况的影响，而只与企业的投资需求有关。但随着 20 世纪 70 年代以来企业理论的发展以及不确定性经济学、信息经济学、委托代理理论和契约理论的广泛应用，MM 理论在解释现实问题时遇到了极大挑战，许多学者认为现实世界中并不存在真正意义上完美的资本市场，而是存在着信息不对称问题和代理问题，并将这些理论逐步运用于现代企业投资领域的研究，对企业投资进行了理论分析和实证研究。

基于资本市场不完善和外部资本不能完全替代内部资本的现实，西方学者对企业投资进行了大量研究，认为企业投资受企业财务因素的影响，例如内部现金流，即企业投资与现金流之间存在敏感性。但这些对企业投资的理论解释和实证主要基于西

方发达国家,特别是以美国为背景发展起来的。在这些国家中存在着以明晰的产权制度、股权高度分散、企业所有股票公开发行、自由交易、同股同权的股权制度安排、充分的信息流动、可靠的契约与法律结构、监管制度较完善,以及进行资源配置和行为协调的市场机制为特征的成熟的、完善的、规范的市场制度背景下,代理问题主要存在于经理人与股东之间。与国外成熟的市场相比,我国证券市场尚属新兴市场,转轨经济时期证券市场中的企业所面临的各种制度约束与成熟市场经济国家企业的情形显著不同。特别是由于历史原因,我国现有上市公司中大部分是由原国有企业或其他政府控制的实体重组改制而成的,许多转制只停留在表面而非实质,现有许多上市公司中国家拥有高度集中的股权和最大股东的地位。在股权制度安排上,大部分上市公司的显著特征是国有股、法人股非自由流通和个人股自由流通的同股不同权,国有股和法人股比例占总股份的60%~70%,处于控股地位,形成股权集中且“一股独大”,公司的控制权是掌握在拥有最多股份的控股股东手中,属于典型的大股东控制。在这种情况下西方的成熟理论并不一定适合中国的上市公司投资状况。

中国目前正处于经济高速发展时期,转轨以来,我国的投资随着经济增长高速增长。一些学者(袁志刚、宋铮,2000;李治国、唐国兴,2003)等认为20世纪90年代中后期以来中国经济运行存在“过度投资”;而另一些学者(刘宪,2004;白重恩、谢长泰、钱颖一,2007;卢锋,2007;庞明川,2007)研究认为,目前为止中国经济并未出现过度投资现象。那么在中国证券市场这一个新兴的市场中,上市公司投资状况是怎样的呢?是否存在“非效率”投资问题呢?

中国上市公司股权制度安排虽然进行了股权分置改革,但并没有从根本上解决股权高度集中和控股股东控制现象,后股

权分置时代我国上市公司仍然表现为"一股独大"。在这种情况下,控股股东对企业投资有怎样的影响?在控股股东控制下,当企业资金不足以满足投资需要时,以负债融资进行投资时,负债对企业的投资有何影响?当企业过度投资时,公司治理机制与过度投资又有怎样的关系?

转型经济中国有股权的作用一直存在广泛争议(Megginson和Netter,2001)。在理论上,主流经济学认为,政府的目标函数多元化(Vickers和Yarrow,1988;Bai et al,2000)、政府对企业经营活动的行政干预(Li,2000;Shileifer和Vishny,1994)、国有企业的预算软约束(Kornai,1998)、国有企业存在复杂的委托代理关系(Shaprio和Willing,1998)等,这些内在的缺陷导致国有企业的绩效劣于私人企业。但钱颖一(1996,2000)指出,从理论上来讲,经济转轨时期政府所有权和治理并非一定劣于私有产权下的治理结构。计小青(2007)指出国有控股的股权结构通过支撑外部投资者信心以及控制上市公司内部人的掠夺激励为投资者提供了替代性的保护。我国现有上市公司中,国有股权、非国有股权与企业投资的关系是否存在差异,国有控股股东是否比非国有控股股东更易过度投资?

对于以上问题,国内并没有得出令人信服的统一结论。因此,本书从自由现金流量、股权结构和负债融资的角度,采用理论和实证相结合的研究方法,力图找出我国上市公司非效率投资行为背后的动因,更加全面、合理地认识和评价国有股权在我国资本市场发展过程中的作用,为防范和减少这种非效率投资行为提供理论依据和实证数据支持,并提出相应对策和建议,以抑制上市公司非效率投资行为。

目 录

1. 绪 论

投资是国民经济中的一个重要主题，由于投资被视为为未来效益提供了期望，因此通过投资行为可以判断国家和企业的经济运行情况。同时投资决策作为公司必须例行作出的、最重要的三大财务决策之一，一直受到财务学家的青睐。它吸引人们兴趣的魅力在于一方面它涉及资金的筹集问题，即投资资金的来源问题；另一方面它涉及资金的配置效率问题，即筹集的资金如何有效利用的问题，而公司作出这种决策时所面临的经营环境以及项目的未来价值又是不确定的。因此，投资决策较之于公司的其他两大财务决策——融资决策和股利决策更加成为现代财务管理研究的热点和难点。

1.1 问题提出及研究背景

近年来，我国上市公司的投资行为呈现出一些耐人寻味的现象，许多上市公司频繁变更募集资金投向，投向决策存在市场调查粗糙、高估收益、低估风险、缺乏整体财务风险评估等问题。企业利用股权融资资金投资于各种效益并非理想的新投资项目，以扩大企业投资规模，甚至将资金投入到企业原本并不熟悉、与企业主营业务范围无关的领域，出现上市公司过度投资、多元化投资和投资短视行为（见表1-1）。例如原水股份公司主营业务为向上海市市北、市南、浦东等各自来水公司供应原水，但1998年至2001年公司分别向非主营业务的上海巴士股份有限公司、上海三电巴士公共交通公司、上海市绿园农村信用合作

社、上海新建设发展有限公司和上海建富投资有限责任公司等投资1.38亿元。同时由于股票市场上存在信息不对称,不少上市公司存在用股权融资资金偿还银行贷款、存放银行获取利息或委托金融机构理财等投资不足行为。

上市公司的非效率投资现象是当今许多国家所面临的问题。从中国特殊的经济背景来看,转轨经济中的上市公司非效率投资行为的动机具有其多样性和特殊性。尤其是我国的国有企业,尽管大量的国企进行了股份制改革,但改革的效果并不理想。在我国国有企业中,许多企业经营者(代理人)未将股东(委托人)利益最大化作为自己的目标,导致经营者的盲目过度投资、企业价值下降。同时,在国有上市公司中国有股往往是"一股独大",大股东由于其利益上与政治上的双重目标致使其利用股权优势控制上市公司,与经营者一起成为企业的内部人,通过过度投资等非效率投资侵害利益相关者的利益。另外,经营者的"过度自信"及市场投资者的非理性也会导致上市公司的非效率投资行为。在不完全的市场条件下,企业要作出有效的投资,就必须防止企业的过度投资行为。因此,必须对企业非效率投资行为进行深入研究。

对于企业的投资行为,国外学者的研究主要基于西方发达国家股权高度分散,企业所有股票公开发行、自由交易、同股同权的股权制度安排且监管制度较完善背景下,代理问题主要存在于经理人与股东之间,运用代理理论和信息经济学理论对企业投资行为进行解释。但从20世纪80年代末起,全球公司治理的演变趋势表明,公司治理的股权分散性特征已越来越不明显,股权集中和占主导地位的大股东越来越普遍地存在于世界各地。La Porta、Lopez-de-Silanes 和 Shleifer(1998)通过研究27个国家企业的最终控制人通过交叉持股的金字塔式股权结构进行控制的行为,发现在世界各地的大型企业中,主要的代理问题不是股东和经理人的冲突,而是外部股东和控制性大股东之间

的代理问题,因为控制性股东几乎能够全部控制管理者。并且在集中所有权结构下,通过发行多种类股票、交叉持股和金字塔式控股等方式,控制股东能够获取超过现金流量权更大的实际控制权;从而使得控制股东除了获得控制权的共享收益外,还能够实施有利于控制股东的投融资决策。Claenssens 等(2000),Claenssens 等(2002),Fan 和 Wong(2002)研究表明,在美国之外的其他国家中,上市公司治理结构的一个主要特征是所有权的集中度和控股股东的控制力,这在亚洲尤其适用。

我国证券市场是一个尚处于发展中的证券市场,转轨经济时期企业所面临的各种制度约束与成熟市场经济国家企业的情形大相径庭,上市公司股权制度安排的显著特征是国有股、法人股非自由流通和个人股自由流通的同股不同权,国有股和法人股的持股比例占总股份的 60% ~70%。在大部分上市公司中,国有股或法人股处于控股地位,形成股权集中且"一股独大",公司的控制权是掌握在拥有最多股份的控股股东手中(见表 1-1)[①]。与欧美国家现代公司的股权结构趋于集中不同,我国公司的股权结构的集中度随着股权改革有减小的趋势,但是与国外公司相比,我国上市公司的股权结构依然保持了较高的集中度,特别是少数股东在其中拥有很高的股权比例。从表 1-1 中统计可见,我国资本市场上市公司在 1999 ~2006 年第一大股东平均持股比例在逐渐降低,但 1999 ~2005 年第一大股东持股比例均值均在 40% 以上,仅有 2006 年股权分置完成后低于 40%;

① 国内其他学者统计:如吴淑琨(2002)的样本公司的第一大股东的平均股权比例在 1997 年、1998 年和 1999 年分别为 43%、42.2% 和 41.6%,前五大股东的平均股权比例在 1997 年、1998 年和 1999 年分别为 57.5%、56.3% 和 56.3%。施东晖(2000)的样本公司的第一大股东的平均股权比例在 1999 年为 45.3%,前两大股东的平均股权比例为 52.8%,前三大股东的平均股权比例为 56.1%。第一大股东的股权比例平均为第二大股东的 48.7 倍。依据终极产权论的计算规则,李增泉(2003)发现,第一大股东在 1997 ~2001 年期间的平均(中位数)持股比例为 50.1%(52.5%),第二大股东的持股比例仅为 5.2%(2.5%)。

同时从统计中可以发现，上市公司第一大股东与第二大股东、第三大股东持股比例相差悬殊，第一大股东持股比例均值分别为第二大股东持股比例均值的4～6倍、第三大股东持股比例均值的12～14倍，上市公司呈现典型的"一股独大"。统计中还发现，上市公司股权高度集中在前五大股东手中，从1999～2006年，前五大股东股权比例均值都在50%以上，占公司股权的一半以上。控股股东拥有绝对或相对控制权，为其掠夺小股东财富提供了可能，可以通过牺牲或剥削外部股东获取自身利益，这引发了大股东与中小股东的利益冲突问题，而经理与股东的潜在冲突可能并不像传统研究中所说的那么严重（在我国国有上市企业中，由于国有股权往往占绝大多数，经理层通常由政府相关部门派人担任，因而管理者与国有大股东的利益基本一致）。

表1-1　　上市公司大股东持股比例（%）描述性统计表

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
第一大股东持股比例								
均值	45.33	45.10	44.14	43.50	42.57	41.85	40.35	36.05
标准差	18.08	18.15	17.69	17.38	17.18	16.81	16.21	14.98
最小值	0.40	2.14	1.95	0.39	1.06	2.25	4.24	4.54
最大值	88.58	98.64	99.08	85.00	85.00	85.00	84.98	83.75
第二大股东持股比例								
均值	8.05	8.27	8.32	8.78	9.25	9.77	9.83	9.19
标准差	8.25	8.43	8.33	8.50	8.61	8.70	8.69	7.99
最小值	0.07	0.03	0.06	0.07	0.05	0.10	0.10	0.10
最大值	41.26	37.05	37.39	42.50	42.79	43.10	44.10	42.30
第三大股东持股比例								
均值	3.24	3.25	3.30	3.42	3.64	3.88	3.88	3.68
标准差	3.63	3.79	3.82	3.85	4.01	4.10	4.05	3.53

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
最小值	0.04	0.03	0.03	0.06	0.04	0.05	0.06	0.09
最大值	24.75	24.75	24.75	24.75	24.75	24.75	24.75	20.92
前五大股东持股比例之和								
均值	59.69	59.58	58.64	58.76	58.64	58.94	57.49	52.39
标准差	14.21	14.18	13.60	13.56	13.37	13.18	13.36	14.12
最小值	0.70	4.15	3.78	1.18	3.03	4.63	9.69	6.91
最大值	97.30	100.00	100.00	98.85	94.34	95.99	96.00	96.05
观测数	929	1083	1138	1204	1264	1353	1351	1410

资料来源：根据 CSMAR(2006)整理计算。

考察我国上市公司的董事会结构，与国外股份公司股东与董事会成员的适度分离相反，我国上市公司中的大股东与董事会成员的联系相当紧密。上市公司的董事会成员往往是大股东和管理层中的一员，大股东通过派出“自己的人”来维护自己的利益。董事会已演变成控股股东的代理人，实质上已丧失了董事会的独立性，董事成员与控股股东代表、高级管理人员“同构化”十分普遍，导致其他股东无能力对公司的投资决策行为进行监督。因此，与国外公司的董事会是全体股东的“代理人”相比，我国上市公司的董事会称作大股东尤其是绝对控股股东的“代理人”更加恰当（见表 1-2、表 1-3 和表 1-4）。在这样的股权结构下，上市公司的控制权和绝大部分的剩余索取权都集于控股股东一身，其他股东无力对公司的投资决策行为实施控制。当所有权集中的时候，代理问题就从管理层——股东的冲突转变为控股股东（本身也是管理者）和小股东之间的冲突。中国的上市公司基本的代理问题不是掌握公司控制权的“强管理者”与拥有公司所有权的“弱所有者”之间的委托代理问题，而应是外部投资者（中小股东）与几乎完全控制了管理者的控制性股东之间的冲突。

表 1-2　　上市公司董事提名方式一览表(2003)

		由董事长与主要股东协商后,以董事会名义提出	由董事长与主要股东协商后,以董事长名义提出	由董事会下属提名委员会提出	由董事长直接提出	由董事会直接提出	由股东直接提出	其他	合计
所有董事	样本数	84	4	12	1	35	68	4	208
	%	40.4	1.9	5.8	0.5	16.8	32.7	1.9	100
执行董事	样本数	59	4	11	3	41	46	17	181
	%	32.6	2.2	6.1	1.7	22.7	25.4	9.4	100
非执行董事	样本数	64	5	9	2	44	59	13	196
	%	32.7	2.6	4.6	1	22.4	30.1	6.6	100
独立董事	样本数	61	5	14	2	87	25	10	204
	%	29.9	2.5	6.9	1	42.6	12.3	4.9	100

资料来源:中国公司治理报告(2004):董事会独立性与有效性。

表 1-3　　股东直接或间接提名的董事人数一览表(2003)

	平均	最大	最小	中值	公司数
经第一大股东提名并当选的人数	5.02	14	1	5	132
经第二大股东提名并当选的人数	1.03	6	0	1	132
经第三大股东提名并当选的人数	0.45	3	0	0	132
经国有股股东提名并当选的人数	4.55	15	0	4	90
经法人股股东提名并当选的人数	4.71	15	1	4.5	90
经流通股股东提名并当选的人数	0.06	3	0	0	90

资料来源:中国公司治理报告(2004):董事会独立性与有效性。

表 1-4 股东直接或间接提名的执行、非执行、独立董事人数一览表(2003)

	执行董事		非执行董事		独立董事	
	平均	样本数	平均	样本数	平均	样本数
经第一大股东提名并当选的人数	2.72	82	3.53	93	2.83	58
经第二大股东提名并当选的人数	0.31	82	1.04	93	0.21	58
经第三大股东提名并当选的人数	0.15	82	0.47	93	0.09	58
经国有股股东提名并当选的人数	3.67	45	3.46	65	2.70	30
经法人股股东提名并当选的人数	3.00	45	3.62	65	2.07	30
经流通股股东提名并当选的人数	0.04	45	0.06	65	0.00	30

资料来源:中国公司治理报告(2004):董事会独立性与有效性。

在我国上市公司存在较明显的"一股独大"现象。在这种情况下,大股东与董事会的关系主要表现为两种模式:一是大股东控制董事会模式,由于上市公司股权高度集中,大股东利用控股股东地位几乎完全支配公司董事会,在公司治理和运营中形成了"超强控制";二是"内部人"控制模式。以上两种情况在实际运作中倾向于表现为同一种形式,即关键人控制董事会模式。关键人大权独揽,一人具有几乎无所不管的控制权,且常常集控制权、执行权和监督权于一身,并有较大的任意权力,以致很多公司的董事会在公司决策方面只是一个"橡皮图章",监事会则普遍成为一种可有可无、几乎不起任何实际作用的"摆设"。在公司中,最高级管理人员或(和)控股股东代表往往扮演着关键人的角色,使董事会行为成为大股东行为的"影子"。我国上市公司的治理模式如图 1-1 所示。

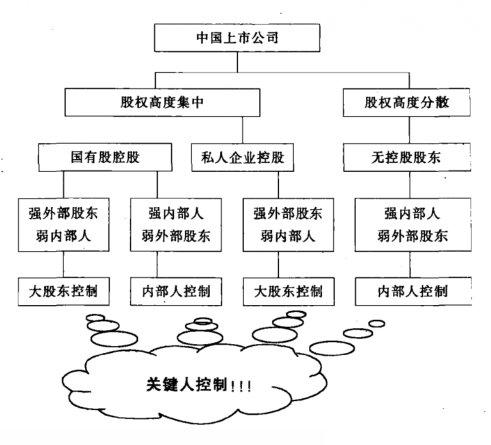


图 1-1　中国上市公司股东与董事会关系模式图

资料来源:中国公司治理报告(2004)。

在中国上市企业这种特殊股权制度安排下,上市企业主要由控股股东所控制,股东目标存在巨大差异,西方成熟的理论是否能够用来解释这些处于特殊时期企业的投资行为?中国上市公司控股股东与中小股东的代理冲突究竟从哪些方面、多大程度上影响着企业投资行为?在我国上市公司双重委托代理关系下,失去监督的控股股东或经理人员对自身利益的追逐一定程度上导致了企业投资行为的选择与中小股东利益目标的偏离,这是否与我国显著的股权融资偏好之间存在关系?企业的控股股东性质、控制权对企业投资行为产生怎样的影响?存在控股股东的上市公司与不存在控股股东的上市公司在投资行为上是

否存在显著差异？管理层持股、负债融资是否能抑制控股股东非效率投资行为等都是值得研究的问题。通过对这些问题的回答，有助于中国股权制度改革和优化企业投资行为。

1.2 研究框架、思路与方法

1.2.1 研究框架与思路

根据前述拟要研究的基本问题和分析角度，以及为了尽可能地保证本专著的完整性，本书包括绪论在内，分八个部分展开研究。

1.2.1.1 开篇

在前人研究成果的基础上，提出本文研究的问题、研究的角度和研究的方法；界定这一研究领域的基本概念，从而为后面的研究提供必要的理论铺垫和分析前提。

1.2.1.2 第二部分

企业投资理论发展评述。在这一部分，主要是沿着时间顺序对传统的企业投资理论进行了简要评述。

1.2.1.3 第三部分

上市公司非效率投资：国内外文献回顾。这一部分主要是对企业非效率投资行为做了详细的理论和实证回顾。首先对国外学者的非效率投资文献进行了回顾与评述，如过度投资理论与实证、投资不足理论与实证、投资短视理论与实证和多元化投资理论与实证，分析了其研究的现状以及不足。其次对我国学者关于企业非效率投资行为的研究状况和不足做了回顾和分析。

1.2.1.4 第四部分

中国上市公司非效率投资行为分析。分析了转轨经济时期公司的投融资特征，通过结合我国仍处于转轨经济时期及其该

时期不完善性和不稳定性的特征，探讨我国企业投资体制的演变、上市公司的投资特征和投资决策的制度安排，为后面的理论分析和实证研究作背景铺垫。

1.2.1.5　第五部分

自由现金流与企业非效率投资研究。本章主要针对中国上市公司自由现金流与企业过度投资关系进行了实证研究。通过对上市公司自由现金流量、董事会中独立董事的比例与过度投资行为进行了深入全面的探讨，研究我国上市公司的自由现金流量与投资支出的关系，我国自由现金流量为正的公司是否更容易发生过度投资行为，以及公司治理机制是否能抑制自由现金流量的过度投资行为。

1.2.1.6　第六部分

股权结构与企业非效率投资行为。关于股权结构的大量研究表明，科学、合理的投资决策是公司经营成功关键性的基础，股权结构影响公司业绩和公司价值，也必然影响投资项目决策和经营管理。我国上市公司第一大股东持股比例较高，属于典型的由大股东控制的上市公司。股权结构对上市公司投资是否存在影响？如果存在影响，那么是激励作用还是壁垒效应？不同控股类型的大股东对公司投资的影响是否表现出不同的规律性？我国控制上市公司的大股东是否出于股东权益的考虑，过度投资来侵害外部股东和债权人的利益？本章以我国上市公司为样本，以股权结构与公司投资之间的关系为研究对象，研究股权集中度、国有股、法人股和流通股如何影响公司投资，揭示在不同股权控制下企业的投资行为。

1.2.1.7　第七部分

负债融资与企业非效率投资行为。治理企业非效率投资行为一直是许多财务学家关注的话题。西方学者从不同的角度进行了研究，负债融资对企业投资行为的影响是研究较多的一个

课题。大量的研究结果表明,由于债务刚性约束的存在,债务融资会影响企业的投资行为,抑制经理人或控股股东通过扩大投资规模来获取个人私利的行为,从而降低企业的股权代理成本,提高投资效率。但他们的研究均以成熟的市场经济为背景,其研究结论是否对我国转轨经济时期的企业投资行为适用?转轨经济时期我国企业负债融资与投资行为的关系到底是怎样的呢?负债融资是否能起到对企业非效率融资行为的治理呢?本章以我国上市公司为样本,对上述问题进行深入探讨,并为规范上市公司投资行为,促进社会经济资源的优化配置提供一些经验性的结论。

1.2.1.8 第八部分

为政策建议。本章在以上各部分的基础上,针对我国上市公司投资行为和资本市场中存在的问题,提出自己的一些建议。

1.2.2 研究方法与逻辑结构

本书采用的研究方法有:

1.2.2.1 理论与实际相结合

在科学研究中,往往需要将理论与实践相结合。众所周知,理论研究为发掘出共性的规律往往会失去很多具体的特性,而具体的实践却千差万别,有着丰富的特殊性。公司投资问题虽然具有一般性的规律,但任何公司的投资行为都有其特殊性和内在要求,因而分析公司非效率投资行为的关系必须理论与实际结合起来,而且不但要通过理论研究找出其中的共性,同时还要对现实经济生活中出现的特殊性作出相应的解释。

1.2.2.2 规范研究与实证研究相结合

公司投资理论研究中广泛应用了规范分析和实证分析的方法。规范分析是通过理论模型来分析公司的投资决策行为,所得到的结论是在既定假设下,经过严密逻辑推理后的必然结果。由于规范分析强调一定条件下的因果关系,并且依赖于特定的

假设,因此,规范分析的结论可能会与现实产生一定的出入,而实证分析则是弥补规范分析结论的有效手段。实证分析的数据来源于经济运行的实际过程,实证结果反映了经济生活的现实,不但可以用于规范分析结论的验证,而且还可用于刻画现实经济生活中的一些现象。本书通过建立回归模型对我国上市公司非效率投资行为进行定量分析,力图使阐述过程更加深入、系统。

本书采取先理论分析后实证分析的思路,依照提出问题、分析问题、解决问题的顺序依次道来,具体结构见图 1–2。

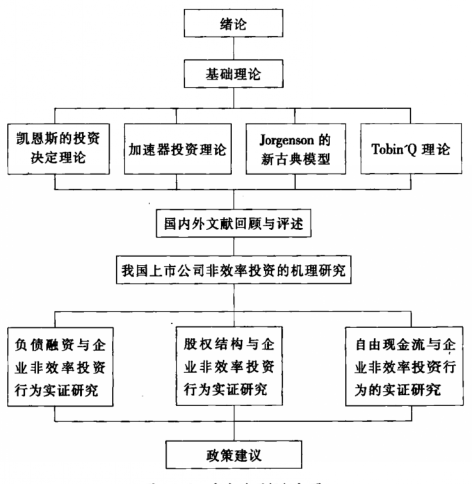


图 1–2 本书的逻辑框架图

1.3 相关概念界定

1.3.1 投资决策

投资具有名词与动词两种属性。投资从动词角度来看，是一种行为或过程，《辞海》中对投资的给出如下定义："企业或个人以获得未来收益为目的，投放一定量的货币或实物，以经营某项事业的行为。"《不列颠百科全书》第八卷定义为："投资是指一定时期内期望在未来能产生收益而将收入变换为资产的过程。"投资从名词属性来看，是指所投的资本或所投的对象，典型的代表如萨缪尔森等的观点："投资（或资本形成）是由一国建筑、设备和存货存量的增加部分构成的。"本书的研究重点是投资的名词属性，即研究企业固定资产（房产、设备等，不包括存货）存量的净增加部分。

经济学研究上，对于投资主要是围绕"金融"和"经济"两重含义进行研究。"金融投资"通常是指证券投资，包括股票、债券、期权等。在杜格尔和科里根所著的《投资学》中指出："从投资者或资本供给者的观点来看，投资是投入现在的资金以便用利息、股息、租金或退休金等形式取得将来的收入，或者使本金增值。"在书中，作者又对"金融"意义和"经济"意义上"投资"的区别与联系进行了详尽的阐述："从'金融'投资的立场出发，储蓄和投资是否用于经济意义上的'生产性'用途是无关紧要的。从金融的观点来看，无论是投资者从别人那里买进证券，还是把资金用于新的资产，都没有关系。在'公开'市场上买进'一手'证券，如债券、股份或抵押契据和购买为新增资本而发行的证券，作为投资并没有多大区别。实际上，就一般意义上讲，大多数投资都是金融资产在其所有者之间的转让。关于投资本质在金融意义上或一般意义上的含义，与经济意义上的含义明显具

有区别。'金融'意义上的投资是以新的建筑、新的生产者的耐用设备或以追加存货等形式构成新的生产性的资本。……但综合来讲,投资金融上和经济上的含义是有联系的。个人储蓄的一部分,或是直接或是通过机构流入资本市场,用于提供新的永久资本。作为供给者的投资者和作为长期资金使用者的投资者从而在市场上找到了相会的场所。"萨缪尔森等也指出:"从经济学角度来讲,投资意味着耐用资本品(房屋、机器设备、存货等)的生产。而对于一般人而言,投资仅是指用货币购买几张通用汽车公司的股票或开立一个储蓄户头。不能把'投资'一词的这两种不同属性混淆。假定一个人从其保险柜里取出5000美元并把它存入银行,或者用于购买股票、债券或者是期权,从经济学关于投资的角度来讲,事实上并没有发生投资行为,仅仅只是将一种形式的金融资产转变为另一种形式的金融资产。"从以上我们可以看出,从经济学含义来看,"经济"意义上的投资主要是指实物资产的增加。

根据以上对于投资含义的定义,可以知道,按照投资对象的不同,投资可以分为实物投资和金融投资。实物投资是指投资于具有实物形态的资产,如房地产、厂房、机器设备等。金融投资则是指投资于货币价值形态表示的金融领域的资产,如股票、债券、银行存款、外汇等等。本书主要针对的是微观经济主体——上市公司,因而本文并不涉及"金融"含义的投资,而是"经济"意义上的投资。所指的投资决策是公司的实物投资决策,它涉及公司的投资决策规则以及公司的投资决策程序。

公司投资行为是其投资决策的表现形式,因此,本书仅对投资决策进行概念界定。公司的投资决策规则是指投资决策原则,即公司根据什么和采取什么手段进行投资决策;而投资决策程序是针对公司投资决策过程而言的,也就是公司投资决策之生成机制的机理构成。无论是投资规则抑或是投资程序,都与

公司的内部治理机制以及公司所处的外部投融资环境有关。从财务角度看，投资决策是指公司在给定资本约束情况下对可能的投资项目进行有效选择，以使其投资收益最大。由于投资决策作为公司成长的主要动因和未来现金流量增长的重要基础，它将直接影响公司的融资决策和股利决策，由此影响公司的经营风险、盈利水平以及资本市场对其经营业绩和发展前景的评价。因此，就价值创造而言，投资决策是公司三大财务决策中最重要的决策。

1.3.2 现金流

本书所说的现金流是指经营活动现金净流量，而不是国外研究经常所用的公司净利润、固定资产折旧和递延税款的总和。主要是基于以下几点考虑：

1.3.2.1 净利润来源于企业损益表，其确认以权责发生制为计量基础

目前，我国上市公司由于财务造假和盈余管理行为，造成利润不真实的可能性很大，因此以公司净利润、固定资产折旧和递延税款总和度量的现金流存在一定程度的不真实；而现金流量源于现金流量表，确认计量基础为收付实现制，在一定程度上可以杜绝造假行为，保证数据的真实、可靠。

1.3.2.2 公司管理层出于自身利益的考虑，对公司的会计方法（如固定资产折旧方法、存货计价方法、减值的计提等）具有一定选择权

选择不同的会计方法使得公司利润有很大的可调整性，而且会计方法的选择，使不同公司相同期间或相同公司不同期间的利润指标计算缺乏可比性，而现金流量的计量是采用收付实现制对会计方法选择的空间很小，能在较大程度上保证数据的可重复验证性。

1.3.2.3 选择公司的经营活动现金净流量而没有选择所

有活动产生的现金净流量总额

是考虑到一个处于正常经营状态的公司，相对于投资活动和融资活动，其经营活动产生的现金流量应该保持比较稳定的趋势，经营活动所产生的现金流量是公司现金流的主要来源，是衡量一个企业持续经营以及从主营业务中获取现金的能力，是公司进行投资决策的重要依据。

表 1-5　　个别上市公司投资一览表

上市公司	主营业务（年报写明）	非主营业务投向
原水股份	公司主要负责向上海市市北、市南、浦东等各自来水公司供应原水	1998 年，上海巴士股份有限公司配股 1500 万元；1999 年，投资上海三电巴士公共交通公司 1200 万元、上海三电市南公共交通公司 1000 万元；2000 年，投资上海巴士实业股份有限公司 1253 万元、上海市绿园农村信用合作社 20 万元、上海新建设发展有限公司 1000 万元、上海建富投资有限责任公司 3000 万元；2001 年，出资额 4920 万元，受让上海邦联创业投资有限公司 4000 万股股权
燃气股份	城市管道燃气的开发、设计、施工，管道天然气的生产和销售，液化石油气、天然气的储运及销售　液化石油气汽车的改装和加气站的经营业务等	1999 年，增加投资海南晶宇酒店 300 万元；2000 年，出资 300 万元设立海南民生电器有限公司，持有 75% 股权，主营业务为机械电器产品制造、生产及销售；2001 年，出资 1900 万元设立海南洋浦民享工贸有限公司，主营业务为工程建设、贸易及贸易代理、高科技产品开发销售，出资 5160 万元参股中泰信托投资有限责任公司，持有 9.99% 股权，主营业务为信托投资

上市公司	主营业务（年报写明）	非主营业务投向
华北高速	基础设施行业，是华北地区经营高速公路的重要企业	2000年，收购现代投资13.71%的国有法人股股权，共支出17449.62万元；2001年，受让了易通交通信息发展有限公司500万股份，增资500万元；增资2000万元对北京创业园科技投资有限公司的投资，出资2000万元与烟台华联发展集团股份有限公司共同组建深圳市群慧投资有限公司
厦门路桥	公司属于城市基础设施建设和经营管理行业，以城市公（道）路、桥梁、隧道、港口、码头等大型基础设施项目的投资、建设和经营管理为主业	1999年，投入中信证券股份有限公司800万元；2000年，投入山东证券有限责任公司项目8000万元；2001年，投入200万元，设立厦门路桥旅游开发有限公司；1亿元委托山东证券有限责任公司进行管理；500万元委托厦门国际信托投资公司证券交易营业部进行管理
现代投资	高等级公路建设、收费及养护、投资经营公路、桥梁、隧道和渡口	1999年，1亿元资金委托南方证券有限公司进行国债投资；2000年，投资湖南安迅投资发展公司1800万元；2001年，增资湖南安迅投资发展公司6200万元，出资1400万元组建湖南现代投资置业发展有限公司，增资泰阳证券1.24亿元

上市公司	主营业务（年报写明）	非主营业务投向
申通地铁	自来水、给水专用设备、给水设计、水厂建设和排管施工工程、城市输配水管网设计、给净水专用仪表制造	2000年，投资11654.6万元受让城投公司持有的3800万股上海浦东发展银行国有法人股，投资5160万元受让城投公司持有的4000万股大众保险股份公司国有法人股，投资3000万元认购上海建富投资有限责任公司3000万股股权、占该公司注册资本的20%，投资20万元认购上海绿园农村合作信用社20万股股权、占该公司注册资本总额的1.58%
乐山电力	地方中小水、火、电力开发，生产经营和电力调度，城市自来水供应	2000年，公司以自筹资金200万元，参股华西证券股份有限公司；公司投资980万元，与成都天鹰网络科技有限公司共同组建成都鹰网科技有限责任公司；公司投资多晶硅项目90万元
华银电力	主要经营电力生产、兼营电力工程施工和房地产开发等业务	1998年投资华银天通花园（房地产）5000万元；2000年投资5000万元，参股海通证券5000万元，收购华银天通花园有限公司其余50%出资，投资1200万元受让环球概念发展有限公司5%的股份，投资4900万元组建深圳锦龙德投资发展有限公司，投资3000万元参股深圳广兆信息咨询有限公司，投资1000万元参股清华科技创业投资有限公司，投资1000万元参股大连理工大学科技园有限公司，投资1500万元参股中国华银高科技创业有限公司，投资800万元参股大连理工大学领先集团有限公司，投资350万元参股株洲天元玉晶建材有限公司

上市公司	主营业务（年报写明）	非主营业务投向
明星电力	电力生产供应、送变电工程、线路及设备安装，属于电力行业	1998年，投资四川新星有限公司640万元；1999年，投资遂宁富泰投资担保有限公司100万元，投资大西南有线网络有限责任公司2000万元；2000年，增资华西证券有限责任公司2500万元；2001年，投入万通公司6592.83万元，药业公司9000万元
皖能电力	电力、节能及相关项目	2000年，投资深圳市桑夏皖能高科技有限公司2000万元，安徽发展投资股份有限公司538.58万元，参股华安证券有限公司10000万元，投资1540万元设立安徽桃花科技园发展有限责任公司；2001年，投资14900万元参股国元证券有限公司，投资620万元参股安徽非特科技股份有限公司
赣能股份	火力发电、节能项目开发、锅炉安装及维修	1998年，参股江西清华科技园有限公司2000万元，高新住宅小区第三、四期工程合作开发协议500万元，江西心正药业有限责任公司250万元，收购江西投资经营开发公司昌北油库设施300万元；1999年，投资4900万元设立江西广播电视网络有限公司
邵能股份	电力、水泥生产及机械加工	1999年，认购首钢股份流通股份260万元；2000年，参股广东东方锆业科技股份有限公司300万元，出资675万元控股广东广之联商用设施配销有限公司，参股广东神棒数码锁科技有限公司380万元

2. 企业投资理论发展评述

经过长期的发展，西方经济学中对企业投资行为的分析已经比较深入。早期的西方投资理论形成于19世纪70年代初到20世纪50年代末，这一时期的三种主要经济理论流派对投资理论的形成起到重要作用：一是以W. S. Jevons(1871)、Eugen Bohm von Bawerk(1886)、K. Wicksell(1896)、I. Fisher(1933)、F. Knight(1921)等人为代表的新古典主义的资本理论；二是以A. Marshall(1920)为代表的新古典主义的企业厂商理论；三是以M. T. Clarke(1917)为代表的朴素加速器理论，后经Chenery(1952)和Koyck(1954)等人的发展而成为西方最早的投资决策理论。

20世纪60年代初期乔根森(Jorgensen,1963,1966,1967,1971)将新古典生产函数引入企业投资函数中，承认资本和劳动投入之间替代的可能性，运用连续时间的动态最优模型来描述企业的投资行为，产生了新古典投资理论，标志着现代企业投资理论的形成，然而这一理论忽视了资本存量的调整成本。此后，Tobin(1969)提出了著名的Q理论，Q常常被定义为：企业在金融市场上的市场价值与该企业现有资本存量重置成本之比。

2.1 凯恩斯的投资决定理论

凯恩斯的投资决定理论是基于资本的边际效率与利率的比较而产生的。资本的边际效率被定义为资本供给价格与需求价格相等时的贴现率。其中，资本需求价格是指从资本获得的预

期收益的贴现值之和。而资本供给价格并不是实际在市场上购买某种资产时的市场价格，而是指生产者追加生产 1 单位该类资产时的价格，即替代成本。

从短期的角度来看，投资需求的增加使资本供给价格上升，为了使一定的资本需求价格与上升的供给价格达到平衡，资本的边际效率就会逐渐下降；而长期来看，投资带来的生产能力的扩大会减少投资的期望收益，因而从资本的需求价格与供给价格的关系可以看出资本的边际效率将会下降；投资也意味着资本积累，从资本的边际效率与资本量的关系可以推断出，因将来有利的投资机会的减少，资本的边际效率将随着投资的增加而逐渐减小。

另一方面，投资决定的另一个因素是利率。在凯恩斯的投资理论中，利率与投资额是相互独立的。那么，如何才能确定最优投资水平？当资本的边际效率大于利率时，新的投资项目可以带来利润的增加；如果资本的边际效率小于利率，则会引起利润的减少。因此，当资本的边际效率与市场利率相一致时就可以决定企业的最优投资水平。

由以上分析可以得知，凯恩斯的投资决策因素是资本的边际效率和利率，但是，凯恩斯的投资理论还存在以下几个问题：

第一，虽然投资需求依赖于增量资本，但不一定是增量资本本身，由此认为资本的边际效率决定了增量资本，但并没有决定投资水平。

第二，投资收益一般依赖于对将来的期望，如果不能确定将来的经济状况，那么，就不可能决定投资收益。

第三，投资与将来的期望收益密切相关，出于将来的期望收益是不确定的，那么投资就存在不确定性问题。而且，投资收益具有不确定性，在计算投资的净现值时利用的贴现率也具有不确定性，那么，将利率直接作为贴现率使用就可能不太妥当。因此，在运用凯恩斯的投资函数时就必须要考虑所利用的贴现率。

2.2 加速器投资理论

加速器投资理论是西方学者早期用于投资研究的主要模型,它经历了漫长的发展阶段。1917 年,首先由 Clarke 提出原始的加速器模型(Naïve Acelerator Model),它是以固定资产——产出比为基础的。即:

$K^* = \upsilon Q$

其中 $K_t = K_t^*$,K^*,为最佳资本存量,Q 为产出,v 为资本产量比。如果假定在每个时期内实际资本存量都调整为最佳存量,则有:

$$
\begin{aligned}
I_t &= K_t - K_{t-1} \\
&= K_t^* - K_{t-1} \\
&= \upsilon(Q_t - Q_{t-1})
\end{aligned}
$$

其中 I_t为净投资,上式的计量模型为:

$I_t = \upsilon(Q_t - Q_{t-1}) + \varepsilon_t$

但是实际上,欲保证 $K_t = K_t^*$,就需要资本品的弹性供给、需要企业维持不变的资本产出比,即假定产出与资本成比例地增加或减少,而这些都与实际情况相矛盾,因此以上式建立的投资函数模型对样本数据的拟合性较差。

1954 年,Koyck 不再假定资本实际存量等于最佳存量,提出了灵活的加速器模型(F1exible Accelerator Model),即:

$$
\begin{aligned}
K_t - K_{t-1} &= \lambda(K_t^* - K_{t-1}) \\
&= \upsilon\lambda Q_t - \lambda K_{t-1}
\end{aligned}
$$

从而:

$K_t = \upsilon\lambda Q_t + (1-\lambda) K_{t-1}$

其中 λ 为调整系数,$0<\lambda<1$。用滞后变量表示为:

$K_t = \upsilon(\lambda Q_t + \lambda(1-\lambda) Q_{t-1} + \lambda\ (1-\lambda)^2 + \cdots)$

上式表明 t 时刻的资本存量不仅取决于现期产出,而且也与

过去的产出水平有关。

如果考虑折旧：

$D_t=\delta K_{t-1}$

其中 δ 为折旧率，于是总投资 GI_t为：

$GI_t=K_t-K_{t-1}+\delta K_{t-1}$

$=\upsilon\lambda Q_t+(\delta-\lambda)K_{t-1}$

用计量经济模型表示为：

$GI_t=\upsilon\lambda Q_t+(\delta-\lambda)K_{t-1}+\varepsilon_t$

上式不能用简单方法估计全部参数，必须先验地得到折旧率 δ，然后用 OLS 估计 v 和 λ。

将上式表示为含有滞后内生变量的形式：

$GI_t-(1-\delta)GI_{t-1}$

$=\upsilon\lambda Q_t+(\delta-\lambda)K_{t-1}-(1-\delta)\upsilon\lambda Q_{t-1}-(1-\delta)(\delta-\lambda)K_{t-2}$

$=\upsilon\lambda Q_t-(1-\delta)\upsilon\lambda Q_{t-1}+(\delta-\lambda)GI_{t-1}$

于是：

$GI_t=\upsilon\lambda Q_t-(1-\delta)\upsilon\lambda Q_{t-1}+(1-\lambda)GI_{t-1}+\varepsilon_t$

此式所有参数都可以通过估计直接得到，而且不需要资本存量 K 的数据，是一个比较实用的加速模型。

然而，由于加速器投资理论具有以下几个缺点：

(1)模型中采用的简单几何滞后结构不足以反映实际中复杂的投资行为；

(2)加速器原理必须在没有资本闲置的条件下才成立，而完全没有闲置的情况是很少的；

(3)模型中资本产量比为常数，指只存在外延扩大再生产，而对于实际存在的内涵扩大再生产则无能为力；

(4)模型中省略了自发投资，即不受产出变动制约，由于心理因素、技术变革或政治因素而决定的那部分投资。

这些缺点在一定程度上限制了加速器投资理论的发展。

传统的流动性投资理论形成于20 世纪50 年代末期至60 年

代初期。其主要观点是,由于信息不对称和代理问题,外部资金成本较内部资金成本高,企业投资的资金主要取决于企业的内部现金流,也就是说,投资受内部资金约束,但由于它缺乏严密的理论基础而不得不让位于当时的新古典投资理论和 Q 理论。

为了解决加速器投资理论的不足,Jorgenson(1963,1966,1968a,1968b,1971)将新古典生产函数引入企业投资函数中,承认资本和劳动投入之间替代的可能性,并在投资决策中考虑了有关要素价格和产出水平。

2.3 Jorgenson 的新古典模型

美国经济学家乔根森在其经典论文《资本理论和投资行为》(《美国经济评论》,1963)中,构造了一个动态的最优化模型,并用该模型来描述厂商的投资行为。

在这个动态的最优化模型中,乔根森将新古典生产函数引入投资函数,并在考虑了资本与劳动投入之间的可替代性、要素价格和产出水平的情况下,使期望收益的贴现值与资本和劳动投入支出之和的差最大化,从而得出了优化企业资源配置的动态满意资本存量的决定方法,特别适于做微观实用性分析。

在 Jorgenson 模型中,投资者在新古典生产函数约束下使将来期望收益的贴现与资本、劳动投入支出的差最大。该模型假定:

(1)资本品的价格不受将资本存量调整到合意水平的速度的影响;

(2)包括产品市场、劳动力市场和资本市场在内的市场都是完全竞争市场,这决定了企业在租用和借钱购买设备方面是无差异的;

(3)变量的实际值与期望值之间不存在不确定性;

(4)生产函数具有新古典性质。

在上述假设下，投资者行为可描述为：

$$\max\ \pi_t = P_tQ_t - w_tL_t - m_tK_t$$

$$Q_t = F(K_t, L_t)$$

其中 Q_t, K_t, L_t 分别代表资本和劳动投入，P_t, m_t, w_t 分别代表产出的价格、资本的租金成本和工资率。求解上述极值问题可得：

$$\frac{\partial Q_t}{\partial K_t} = \frac{m_t}{P_t}, \frac{\partial Q_t}{\partial L_t} = \frac{w_t}{P_t}$$

设 q_t 为资本品的价格，r_t 为利率，δ 为不变的折旧率，q_t^* 为价格变化率. 那么拥有资本存量的总成本 C_t 为：

$$C_t = \gamma_t q_t + \delta q_t - q_t^*$$

C_t 被称为"影子价格"，而且必须等于 m_t，于是有

$$\frac{\partial Q_t}{\partial K_t} = \frac{C_t}{P_t}, \frac{\partial Q_t}{\partial L_t} = \frac{w_t}{P_t}$$

上式表明，在不存在不确定性的条件下，当额外单位资本的边际收益等于资本的使用成本时，企业可实现利润最大化，也就是说这时企业应当投资。

Jorgenson 对他的新古典厂商投资理论模型所做的严格的条件假定，影响了这个理论的应用，随后的一些年中许多著名经济学家对此做了改进，这些改进促进了新古典厂商投资理论的发展。例如：Jorgenson 的条件假定中强调了旧货市场，旨在忽略企业资本存量调整的时间和成本，但这与实际相差太远。对此，阿罗指出不存在完善的资本品旧货市场，任何投资都必须支付一定的沉没成本，并提出了不可逆条件下的厂商投资理论；卢卡斯指出资本存量调整必须支付成本，并提出了调整成本的所谓"后新古典主义厂商投资理论"。

此后，许多学者沿着 Jorgenson 所开创的研究模式，逐渐将规模收益、资本劳动替代率、由调节成本引起的投资分布滞后过程等因素引入投资需求函数中，进一步完善和发展了新古典投资

理论。1971 年，Bischoff 基于 putty—clay 方法对标准的 Jorgenson 新古典投资模型进行了修正，即常称的“修订的新古典投资理论”。他认为，通过事前修正资本产出比，可以使得投资更适应产出的变动而不是资本成本的变动。但同时，我们也可发现，无论是新古典投资理论还是修正的新古典投资理论，其缺陷都是非常明显的：它认为只要投资的收益超过投入资本的成本，企业就可以获得足够的资金进行正 NPV 项目的投资。因此，内部资金与外部资金是可以互相替代的。然而，实证研究表明，这种替代性只有在完全的资本市场条件下才可能成立，而在不完全的资本市场条件下，这种替代性不成立。

2.4 Tobin 的 Q 理论

投资 Q 理论最初由 Keyens（1936）引入，后经 Brainard 和 Tobin（1968）、Tobin（1969、1978）赋予新的经济含义，即著名的 Q 理论。

Tobin（1969）关于企业价值与资金成本的相互关系提出的 Q 理论在投资理论研究领域备受瞩目，而 Q 理论不同于以调节成本为基础，并运用动态最优化的投资需求决定理论。

Tobin 提出将实物资产与货币和债券等金融资产区分开来进行投资分析。在金融资产与实物资产并存的资本市场，除了货币和债券的均衡条件以外，还要求对现有的实物资产（或者对实物资产的索取权）达到需求与供给的一致。Tobin 将 Q 值定义为一个企业的资产的市场价值（股票市场的市值）与其重置成本（生产这些资产的成本）之比，企业的投资被看作是 Q 的递增函数。在正常情况下，市场价值与重置成本总是不一致的，因而 Q 值一般不为 1。当 Q 值大于 1 时，市场价值高于重置成本，此时增加资本的成本将小于资本收益现值的市场评价，因而投资者感到有利可图，于是扩大投资；当 Q 值小于 1 时，市场价值低于

重置成本,此时继续投资将无利可图,投资将会被抑制。

在一个长期动态经济中,Q 值与投资的关联可用下式表示:

$$\frac{\Delta K}{K}=\varphi(Q-\bar{Q})+g$$

其中,$\frac{\Delta K}{K}$为资本增长率,g 为自然增长率,$\bar{Q}$ 为均衡值 1;φ(x)为单调递增函数,且满足:

$$\varphi(x)\begin{cases}<0, 当\ x<0\\ =0, 当\ x=0\\ >0, 当\ x>0\end{cases}$$

由上述关系式可得到如下结论:

(1)当 $Q>\bar{Q}$,则 $\varphi(Q-\bar{Q})>0$,从而$\frac{\Delta K}{K}>g$,即投资以高过 g 的速度扩张;

(2)当 $Q=\bar{Q}$,则 $\varphi(Q-\bar{Q})=0$,从而$\frac{\Delta K}{K}=g$,即投资增长率等于自然增长率;

(3)当 $Q<\bar{Q}$,则 $\varphi(Q-\bar{Q})>0$,从而$\frac{\Delta K}{K}<g$,即投资以低于 g 的速度扩张。

当存在不确定性时,企业的投资机会等同于永久性看涨期权,这样,投资决策就等同于何时执行这一期权。因此,投资决策可看做是期权定价问题。这时简单的 NPV 规则将不再适用。

考察投资成本为 I,项目价值为 V 的投资决策问题。其中 V 服从几何布朗运动:

$$dV=\alpha Vdt+\sigma Vdz \qquad (1)$$

如果我们用 F(V) 表示投资机会的价值,并试图使其最大化,即

$$F(V)=\max E[(V_T-I)e^{\rho T}] \qquad (2)$$

式中,E 为预期,T 为作出投资的未来时间,ρ 为贴现率。

在(1)式的约束下,为使(2)式有意义,我们必须假定 $\alpha<\rho$,令 $\delta=\rho-\alpha$,则 $\delta>0$,利用动态规划的方法,并令 $\pi_t>\rho IQ^*=\frac{\beta_1}{\beta_1-1}>1F(V)=AV^{\beta_1}$,式中 A 为待定常数;$\beta_1$ 为已知常数,其数值取决于 σ、ρ 及 δ,可解得投资为最优的临界值:

$$V^*=\frac{\beta_1}{\beta_1-1}I$$

由于 $\beta_1>1$,所以 $V^*>I$,也就是说,在不确定的情况下,投资必须遵循 $V>V^*>I$,而不是 $V>I$ 就可以了。

这时,Jorgenson 规则将变为当预期利润 $\pi_t>\pi^*=(\rho+\frac{1}{2}\sigma^2\beta_1)I>\rho I$ 时,企业进行投资,而不是只要 $\pi_t>\rho I$(ρI 为资本使用成本)。

同样,Tobin 的 Q 理论中的均衡值在不确定性的条件下也将不再是 1,而是 Q^*,且 $Q^*=\frac{\beta_1}{\beta_1-1}>1$,也就是说这时企业要投资,Tobin 的 Q 必须大于 Q^*,而不是只要大于 1 就可以。

概括起来看,无论是在确定性还是在不确定性的情形下,企业投资于一个项目的主要考虑都是预期的项目价值 V 和资本成本 I 之间的比较,虽然在确定性和不确定性两种情形下导致最优投资机会的临界值有所不同。

为此,我们可以将企业在通常状态下的投资决策函数表示为 F(V,I),而企业的决策就是要在资本成本 I 的约束下,最大化项目价值 V。

关于 Q 理论,还存在以下几个问题:

(1)几乎所有的 Q 投资函数中部含有 Q 的滞后值,如果去掉滞后值,DW 比 Q 变得很小。然而,理论上只应将现在的 Q 作为解释变量,实际上过去的 Q 却具有显著性。这是因为投资需求决策与实际的投资支出之间存在时间上的滞后,现在的投资

需求可能会依赖于过去的Q。

(2)如果将产出和现金流量等解释变量也引入到投资函数中,常常会发现Q以外的解释变量具有显著性,而Q变量的显著性水平会降低。在Q理论中,有关投资环境的所有信息都已包含在Q变量中,而现金流量等Q以外的解释变量具有显著性这一点则说明MM定理并不成立,同时也表明内部资金与外部资金的融资成本是有差别的。

(3)Q投资函数的实证结果并不理想。有的观点认为加速度原理的投资函数优于Q投资函数,Jorgenson(1971)在关于投资函数的文献综述中也表明实际的产出是影响投资决策的最重要的因素。

(4)在许多国家,投资与本期利润等变量之间存在显著的相关关系,即使将Q和利润率同时引入投资函数,也常发现Q不具有显著性,而本期利润的显著性水平变得很高。尽管实证分析中所利用的平均Q与边际Q非常相似,但这很难解释上述问题,因此我们只能认为Q理论还存在一些问题。

关于上述问题(3)和(4),有一种观点认为,从企业的借款成本是递增的这个角度来看,企业的投资支出受到了流动性约束。如果存在流动性约束,企业在筹集投资资金时就会受制于这些约束条件,那么Q理论自然就不成立,而且投资还会与本期利润和主营业务收入等变量之间存在显著的相关关系。

2.5 小结

由以上的分析可以得知,凯恩斯理论中的投资与收入的变化和收入水平完全没有关系,属于"独立型投资"。与此相反,有种观点认为,在企业投资中存在因收入水平的变化而直接产生的"引诱型投资",这就是加速度原理的投资函数。

另外,Jorgenson 的投资函数是从企业的最优化行为中,以新古典派的经济理论为基础而构建的。而 Tobin 克服了新古典投资理论的一些弱点,在调节成本的基础上提出了 Q 投资理论。

表 2-1　　传统企业投资理论的实证比较汇总表

作者	研究区间、样本	比较的理论	研究结果
Evans(1967)	1949 ~ 1963 年美国制造业公司	原始加速器投资理论、灵活加速器投资理论、流动性投资理论	灵活加速器投资理论最有解释力
Jorgensen、Stephenson (1967)	1949 ~ 1960 年美国制造业公司	加速器投资理论、新古典投资理论、流动性投资理论	新古典投资理论最有解释力
Jorgensen、Siebert (1968a)	1949 ~ 1963 年 15 家美国大的制造业公司	加速器投资理论、预期利润投资理论、新古典投资理论、流动性投资理论	新古典投资理论最有解释力
Bischoff (1971)	1953 ~ 1968 年美国经济的季度数据	加速器投资理论、新古典投资理论、修订的新古典投资理论、流动性投资理论、Q 理论	设备和建筑物投资:修订的新古典投资理论最有解释力
Grabowski、Mueller (1972)	1959 ~ 1969 年 66 家公司	新古典投资理论、流动性投资理论中的管理机会主义假说	流动性投资理论中的管理机会主义假说最有解释力
Elliott (1973)	1947 ~ 1963 年 184 家公司	加速器投资理论、新古典投资理论、流动性投资理论	横截面估计:流动性投资理论最有解释力;时间序列估计:加速器投资理论最有解释力

作者	研究区间、样本	比较的理论	研究结果
Clark(1979)	1954～1973年美国经济的季度数据	加速器投资理论、新古典投资理论、修订的新古典投资理论、流动性投资理论、Q理论	设备和建筑物投资:修订的新古典投资理论最有解释力
Bemanke、Henning、Peter(1988)	1955～1983年美国经济的季度数据	加速器投资理论、新古典投资理论、修订的新古典投资理论、Q理论	设备投资:加速器投资理论和修订的新古典投资理论最有解释力;建筑物投资:Q理论最有解释力
Samuel (1996)	1972～1990年331家美国制造业公司	加速器投资理论、新古典投资理论、修订的新古典投资理论、流动性投资理论、Q理论	横截面估计:流动性投资理论最有解释力;时间序列估计:新古典投资理论最有解释力

资料来源: Samuel, Cherian, 1996. The Investment Decision: A Re－Examination of Competing Theories Using Panel Data, Policy Research Working Paper 1656. World Bank.

3. 上市公司非效率投资:国内外文献回顾

公司投资行为的研究一直是理论界与实务界关注的焦点。早在20世纪30年代,Fisher(1930)在其著作《利息理论》中指出,投资机会原理要求选择最大现值的项目,即通过对项目的收入流与成本流做贴现值比较,使收入流能够覆盖成本流的贴现率至少等于市场利率水平,才是可以接受的投资机会。基于资本市场完美等严格假定的Modigliani和Miller(1958)提出了著名的MM定理,他们认为在不考虑企业所得税和交易成本的情况下,如果资本市场是完全竞争的,资本市场上的套利是完全自由的,那么公司投资所需资金完全可以不需要任何成本地从资本市场获得,只要存在净现值(NPV)为正的投资机会,企业都可用合理成本筹措资金进行投资,直至资本成本与投资的边际报酬相等,所有NPV为正的项目都被执行,企业实现当前资本成本条件下的最佳投资规模。因此,公司的投资与融资方式是不相关的。Jorgenson(1963)在提出的标准新古典模型中,认为企业的企业投资支出独立于金融因素之外,完全取决于资金使用者成本和投资机会等真实因素,投资决策仅取决于投资机会,即NPV为正的投资项目。

然而现实中许多企业却不同程度地存在着盲目多元化、短期性、过度投资和投资不足等非效率行为。自20世纪70年代开始,委托代理理论、非对称信息理论、契约理论、公司治理结构理论逐步运用于现代企业投资领域的研究,为投资理论的发展掀开了新的篇章。西方学者基于委托代理理论和信息经济学理论从不同的角度对企业非效率投资行为进行了理论分析和实证研究。

3.1 上市公司非效率投资:国外文献回顾

3.1.1 过度投资理论与实证

过度投资主要是指在投资项目的净现值小于零的情况下,投资项目的决策者仍实施投资的一种现象。

基于委托代理理论,许多学者研究认为股东与经理之间的利益冲突、股东与债权人之间的利益冲突会导致企业过度投资行为。

基于股东与经理之间的利益冲突会导致的企业过度投资行为。如 Jensen 和 Meckling(1976)在发表于《财务经济学刊》的代表作《企业理论:管理行为、代理成本与所有权结构》一文中基于委托代理理论,在分析企业股权融资的代理成本时指出,当企业的股权融资使企业经营管理者所持有的企业股权比例变得很小时,考虑到两权分离下所有者与经营者之间的代理冲突,经营者有可能从其自身的利益出发,在企业投资决策时,选择有利于自己而并非有益于股东的扩大投资项目等过度投资决策行为。

Jensen(1986)在《美国经济评论》上发表的文章《自由现金流量的代理成本、公司财务与收购》成为投资过度研究的重要理论基础。在文中他详细分析了股东—经理冲突对企业最优规模等的影响,引入了所谓的投资过度问题,正式提出了自由现金流量①的概念和假说。按照 Jensen 的理解,自由现金流量是留在企业中反而不利于股东价值最大化的那部分资金,因此"要使公司有效率并使股东价值最大化必须把自由现金流量支付给股东"。Jensen 提出这一概念的目的很明确,他关注的是面对自由现金流量时出现的管理层与股东的冲突及其带来的代理成本问题。

---

① 在文中,Jensen 正式给出了自由现金流量的定义:企业在满足了净现值大于零的所有项目所需资金后的那部分现金流量,即为自由现金流量。

他指出:股东与经理之间存在着利益冲突,管理层对待项目风险的态度和处理方式可能与股东不同,这种利益冲突所引起的代理问题反映在企业投资领域就是各种非效率的投资行为,企业投资行为往往体现经理目标,而非股东价值最大化。经理们存在扩张企业规模以提高自身报酬、地位和权力的动机,这种动机会促使经理拥有大量剩余现金流量(free cash flow)时,经理们会倾向投资于能够扩大企业规模的净现值为负的项目,从而牺牲股东的利益来增加自己的财富,产生“过度投资”。他同时认为,发行负债可以作为支付股利的替代方法对经理的这种任意利用现金流而损害股东的行为加以有效限制,因为负债要求经理到期按照契约规定支付本金和利息,如果到期违约企业可能面临破产,经理面临被解雇的风险。

同时代理成本理论认为,由于股东与企业管理者之间利益不一致,经理有建立个人帝国的倾向,管理机会主义会导致公司过度投资和公司价值低下,造成企业投资的非效率性。

Baumol(1959)、Marris(1964)、Williamson(1964)、Donaldson(1984)和Jensen(1986,1993)对管理者建立个人帝国(empire-building)的行为做了详细分析。认为管理者基于个人利益,有着强烈的动机经营大规模的公司。Murphy(1985)认为经理存在使企业的发展超出理想规模的内在激励(帝国建造倾向),通过不断地投资新项目,经理拥有更多可以控制的资源。Jensen(1986,1993)研究认为,管理者建立个人帝国的偏好,将会使管理者花费所有可利用的资金在投资项目上,并且企业的投资会随着企业财务杠杆的增加而减少,这是因为当期较高的债务支付会迫使现金流出企业,从而减少管理者的自由决定的预算。Jensen 的这一思想在 Stulz(1990)、Harris and Raviv(1990)、Hart 和 Moore(1995)、Zwiebel(1996)的模型中得到了进一步的发展和精练。Vogt(1993)引进 Q 与现金流的相互影响变量后,实证结果支持管理机会主义假说。Carpenter(1994)根据债券约束理

论引进了负债变量后进行回归检验,结论表明大多数公司利用债券融资来增加投资,而不是作为监管经理人的手段。

有些学者基于股东与债权人的利益冲突,研究企业的过度投资行为。如 Fama 和 Miller(1972)用一个两阶段模型考察了在阶段1有两个互斥决策方案a和b的企业的股东及债权人财富,方案a、b收益均值相等,但方案b收益的不确定性大于方案a。研究发现,在其他条件相同的情况下,方案a下的负债市场价值高于方案b,而方案b下的股票市场价值则较高。所以他们认为,当企业发行风险负债时,且股东与债权人之间不存在任何交易时,一个能够最大化企业价值(股东与债权人财富之和)的投资决策却不能同时最大化股东财富和债权人财富,即某一最大化股东财富的投资决策并不能最大化债权人财富,债权人偏好收益不确定性较小的项目,而股东则偏好收益不确定性较大的项目。

Jensen 和 Mecking(1976)认为在股东和经理人的利益一致的前提下,股东/经理在投资决策时进行资产替代(asset substitution)的可能性。他们指出,如果股东/经理有机会先发行债券后决定采取哪种投资,然后再在市场上出售其全部或部分保留的股权,那么,他对两个期望总收益相同但方差不同的投资项目的选择就会存在差异。因为股东/经理可以通过先许诺选择方差较低的项目以出售债券,而后却选择方差较高的项目,将财富从债券持有人那里转移到作为股权持有人的他自己手中。即在负债较大的筹资结构下,在股东有限责任之下,股东/经理将具有强烈的动机放弃低风险投资项目而选择高风险项目,这是因为如果项目成功的话,债权人只获得债务契约中约定的固定收益,剩下的超过低风险投资项目收益的部分则全归股东所有;如果项目失败,在股东有限责任下,股东仅以出资额为限承担损失,剩下的全由债权人负担。这种股东与债权人收益与风险的不对称性使得股东有动机过度投资。

代理冲突引起的企业过度投资行为得到了许多实证研究的支持。自 Jensen 提出该假说后，学术界主要从以下几个角度对其进行实证检验：负债的“控制假说”效应，自由现金流对收购行为及收益的影响，以及作为自由现金流的一种支付方式——股利政策。结果大部分结论都支持了自由现金流假说。Lang 和 Lizenberger(1989)从股利政策角度进行了实证检验，提出了“过度投资假设”(over-investment hypothesis)：过度投资公司股利政策的变更，改变的是投资者对公司未来投资于净现值小于零的项目规模的预期，在其他条件不变时，股利增加可以降低未来过度投资水平，从而提高公司价值，股利降低会有相反的结果。他们认为公司可分成“过度投资”的和已实现价值最大化的两类。前者拥有大量自由现金流量，有很强的过度投资倾向，以至于会接受一些净现值小于零的投资机会，表现为托宾 Q 小于 1；后者则是那些边际投资回报率高于资本成本从而能使企业价值最大化的公司，它们把投资限制在净现值大于零的项目上，经得起资本市场的监督，平均托宾 Q 值大于 1。并在此基础提出了两个命题：(1)托宾 Q 的平均值大于 1 是公司价值最大化的必要条件；(2)Q 的平均值小于 1 是公司过度投资的充分条件。在研究了 1979～1984 年间 429 次股利变化超过 10% 的股利公告事件后，发现，低托宾 Q 公司(以下简称为“低 Q 公司”)小组的日平均收益率(0.011)是高托宾 Q 公司(以下简称为“高 Q 公司”)小组(0.003)的 3 倍，且两组样本的平均值之差显著不等于零(P = 0.000)，说明股票市场对低 Q 公司股利变化的反应比对高 Q 公司来得要强烈。他们对股利发放的市场表现所做的检验得出的结论是：低成长公司的确存在自由现金流量问题，发放股利可以减少公司现金持有量，降低代理成本。Nohel 和 Tarhan(1998)研究也证明了自由现金流理论。Harford(1999)以 487 个接管出价为样本，证明了现金富裕的企业更易进行购并，这些“现金富裕”的购并往往导致经营业绩的非正常下降。Opler、Pinkowitz、Stulz

和 Williamson(1999,2001)研究发现,具有充足现金(以资产负债表信息计量)的企业有着较高的资本支出,并且在购并中花费较多,即使是在投资机会(以 Tobin's Q 计量)很小的时候。Lang et al.(1996)研究发现,对于投资机会低质量的企业,较高比例的债务将限制投资项目的发展,为过度投资假设提供了有利证据。

Malmendier 和 Tate(2004)的实证认为,经理人过度自信可以解释公司的投资扭曲。过度自信的经理人高估了投资项目的未来收益,同时认为外部融资成本过高。因此,当公司有丰富的内部资金时,他们会过度投资;相反,当需要外部融资时,则会减少投资。但是他们没有考虑行业因素和规模,而且只选择了 477 家大公司,用股票期权作为经理人自信指标。

Strobl(2003)认为股东对基于股票的经理人报酬契约(compensation contracts)的有效性的关心会导致公司的过度投资。

Jenson(1993)论证了扩张偏好会促使管理者将所有的资金用于投资项目,这就使投资的现金流敏感度能很好地反映企业管理者过度投资的倾向。

Stulz(1990)在模型的分析中,以股权高度分散的公司为研究对象,经理人被设想为总是想把所有可以获得的资金都用于投资以扩大公司的规模,从而造成投资过度,甚至把利润作为红利分配给股东是一种更好的决策时也是这样。研究证明经理有动机对于负的净现值项目投资,这使经理能够掌握更多的资源,获得更多的在职消费。同时研究还发现债务融资通过固定的现金流约束减少了经理层可以使用的现金流量,从而减少了上述的代理成本。但是,过高的债务融资则可能会耗尽公司的现金流,从而使经理人无法对有价值的项目进行投资,进而造成投资不足。最优的资本结构就是在债务融资的收益(通过现金流约束降低代理成本)和成本(有可能导致企业无法投资于有价值的项目)之间进行权衡的结果。

Blanchard、Lopes-de-Silanes 和 Shleifer(1994)发现,当公司

获得大笔的官司赔偿时往往会把这些巨资用于增加新的投资,这种现象与自由现金流理论相吻合。James W. Mahar Jr(1998)用截面数据和时间序列数据证明了高自由现金流的公司在并购等方面的投资显著高于其他同类公司。Hubbard(1999)的实证检验结论是企业的投资支出与现金流的大小呈正相关关系。Opler(1999)证明那些有大量现金(通过资产负债表了解货币资金的信息)但缺乏投资机会的公司资本支出和并购支出较高。Harford(1997,1999)分析了有自由现金流的公司更有可能花费富余资金进行多元化并购活动,但往往这些并购侵蚀了公司价值。

Lang、Stulz 和 Walkling(1991)以购并作为一种缔造帝国的形式,研究发现,当购并方是低 Q 值和较高现金流时有较强的负宣告效应,正好与 Jensen(1986)构造的与投资机会相关的过度的现金流会加剧"帝国构造"的过度投资行为结论一致。

Titman、Wei 和 Xie(2004)以及 Fairfield、Whisenant 和 Yohn(2003)的结论表明,高现金流公司的过度投资行为使其股价回报较低。

Richardson(2006)构建了一个新的分析框架估计公司现金流水平与投资的关系,他以美国 1988 ~2002 年间所有非金融公司为样本,研究自由现金流的过度投资[①]问题。研究表明,美国公开上市公司普遍存在过度投资问题,上市公司投资支出主要是资本支出,其次是研究和发展费用支出。在全部投资支出中,44%是维持现有资产,56%是投资于新项目。研究还发现,有着正现金流的观测样本中,公司 20%的自由现金流于过度投资,过

① Richardson 基于会计框架分别计量了自由现金流和过度投资。在该文中,自由现金流是指超出维持现有资产所需现金和实施新投资所需现金的那部分现金;过度投资是指投资支出超出维持现有资产所需支出和新的净现值为正的投资项目期望融资的部分,并且将全部投资支出分解为两个部分:维持现有资产所需投资支出和新投资支出。

度投资与自由现金流有显著的正相关关系,没有证据表明自由现金流会分配给外部债权人和股东。此外研究还证明企业负自由现金流与投资不足正相关。他们的结论与代理成本解释一致,对于那些有着高自由现金流水平的公司,存在过度投资问题。

在信息经济学理论方面,Myers(1984)、Myers 和 Majluf(1984)认为,在企业外部投资者和内部管理者之间存在着有关企业现有资产价值或企业投资项目的预期现金流收益方面的信息不对称时,企业为实施投资项目所发行的融资证券有可能在资本市场上被投资者高估或低估,企业融资证券的高估或低估会导致企业投资决策中的过度投资或投资不足行为的发生。

Narayanan(1988)认为在一个不对称信息世界里,其中外部人对公司质量没有内部人信息灵通时,企业可能实施 NPV 小于零的项目,发生投资过度现象。在其模型中,信息不对称只涉及新项目的价值,由于市场无法区分赢利公司和较差公司的质量,通过项目的 NPV 将所有公司进行完全分离是不可能的,因此市场会以平均价值对所有公司估值,由此形成的市场均衡是包含许多具有不同的以平均价值估价发行股票的净现值项目的混合均衡。这样项目的 NPV 较低的公司可以从发行被高估的股票中获利,公司从发行被高估股票中所获得的收益可能会弥补 NPV 小于零的项目所造成的损失。当公司以 NPV 为依据选择项目时就会存在一个 NPV 为负的取舍点,公司将会接受所有 NPV 大于这一负取舍点的投资项目,因而发生投资过度现象。

Heinkel 和 Zechner(1990)等认为,当企业融资过程中的信息不对称仅仅只限于新投资项目的预期现金流收益时,有可能会发生过度投资的行为。也就是说,部分净现值为负的项目可能会被实施。

Lensink 和 Sterken(2001)创造性地将不对称信息用于银行信贷市场,并与等待期权(option to wait)结合起来研究企业过度

投资产生的原因。他们比较分析了两个不对称信息模型：第一个模型是不对称信息下投资的经典模型，其中没有考虑等待的期权价值，这种情况下竞争性的结果是投资不足。在第二个模型中引入了公司等待的期权。他们指出这从根本上改变了竞争性结果的无效率的本质。在投资决策可以被推迟的情况下，存在太多的高风险公司迅速投资。他们证明了如果贷款偿还额小于项目的无风险回报，过度投资将发生。

3.1.2 投资不足理论与实证

投资不足主要是指在投资项目的净现值大于或等于零的情况下，投资项目的决策者却放弃投资的一种现象。之所以产生投资不足，部分学者认为是源于经营者与股东对待风险态度的不一致，企业经营风险的存在影响着经营管理者控制权地位的牢固与否以及控制权收益的稳定性。尽管从企业所有权的角度来看，企业经营风险的大部分是由股东承担的，但是并不意味着经营管理者就能够完全回避经营风险给自己带来的损失。当企业因经营等方面的原因导致破产时，会给经营者带来工作机会的丧失，名誉、社会地位的下降等金钱和非金钱方面的损失。因此，相对于股东的风险态度而言，经营者的风险态度更加偏向于风险厌恶，从而有可能使其在投资决策时选择低风险的投资项目，而放弃对股东来讲可能有利的投资项目，导致投资不足问题的发生。

Black(1976)认为，企业负债融资后，股东、经理人可以在不改变投资项目计划，或在投资项目计划无法改变的情况下，将负债所得资金当作股利，分配给股东。在投资计划可以变更的情况下，经理人有可能会削减投资项目，压缩投资规模，减少投资支出，以便增加股东的股利分配，导致降低企业投资效率的投资不足现象。

Narayanan(1985)认为，由于管理者重视自己在人力资本市场中的声誉，他们可能在牺牲股东长期利益的条件下采取行动

增加企业的短期业绩,这些行动可能导致一些资产的投资不足,譬如管理者为了短期利益会减少诸如机器维修、品牌忠诚度和职工培训等无形资产方面的投资。从股东角度看,他们很难分辨投资是否不足,因为短期行为往往伴随着良好业绩和股价短期的攀高。

而有些学者指出,股东与债权人之间的利益冲突也会产生由于道德风险而导致的投资不足问题。Myers(1977)认为,当经理与股东的利益一致时,经理将拒绝那些能够增加企业市场价值,但预期的收益大部分属于债权人的投资,即使这些投资项目的净现值为正。发行风险负债会促使拥有实物期权的企业采取次优的投资策略或迫使企业及其债权人发生避免次优策略的成本,从而减少这些企业的现行市场价值,因为采用风险负债融资的企业在某些状态下会拒绝净现值为正的投资机会。

Myers(1984)、Myers 和 Majluf(1984)提出信息不对称理论(Asymmetric-Information Theory),将逆向选择引入了公司的项目投融资领域,通过研究企业资本结构和融资方式变化所传递的信息,对企业股票市场价值以及企业内部经营者的融资和投资决策的影响。他们认为当资本市场不够完善时,企业外部投资者与内部人之间存在信息不对称,这使得外部融资的成本高于内部融资成本,投资者可能要求公司为使用外部资金而支付溢价,从而导致外部融资成本增加,管理者在融资时更加倾向于优先考虑内部融资。这时,特别是对于存在融资约束的公司,投资规模将对现金流十分敏感。受制于高成本的外部融资,企业可能为降低外部融资比例而放弃部分增加企业价值的正净现值项目,从而导致投资不足问题。此理论逐渐发展为在投资理论中日益占主导地位的融资约束(也称流动性约束)理论。该理论认为,由于借款和贷款之间存在信息不对称和逆向选择问题,致使外部融资成本高于内部融资成本,这就会产生“融资约束”问题,企业外部融资信息成本的高低反映了受融资约束程度的高

低，面临“融资约束”的企业可能会不得不放弃净现值为正的投资机会，从而导致投资不足。

此外，Stiglitz and Weiss(1981)指出股东与债权人之间的利益冲突也会产生由于逆向选择而导致的投资不足问题。由于债券持有人没有足够的信息去区分企业不同投资项目的质量，因此他们要求较高的回报。如果企业所有正净现值的投资项目的投资费用高于内部可获得资金的成本，企业可能实施那些项目，而不是发行风险负债。即当存在事前的信息不对称时，债权人对投资项目的质量缺乏足够的信息，为了避免额外的风险，他们将比项目质量已知时要求一个更高的利率。在这种情形中，由于项目的报酬率不是足够得高，使得股东无法满足债权人提出的要求，从而不得不放弃原本可以投资的项目。这就是说，事前的信息不对称由于逆向选择问题也会引发企业的投资不足行为。

对于投资不足假设的经验证据最初是通过成功验证投资对现金流敏感性而揭示的，特别是 Fazzari et al(1988)在研究方法上的革新研究。Fazzari、Hubbard 和 Petersen(1988)合作发表了《融资约束与公司投资》一文，他们认为，由于信息不对称和代理成本的存在，企业外部融资成本要高于内部融资成本，企业的投资需求受到融资约束。内部融资成本与外部融资成本的差异被认为是外部融资的代理成本，外部融资代理成本与筹资企业的净财富相关，于是受到融资约束的企业投资对其净财富是敏感的，并且敏感性程度随融资约束程度增加而增加。他们一项重大研究发现是在控制增长机会后公司投资对现金流敏感，他们将其归因于融资约束[①]。他们发展了一个公司在不同融资领域

① 在国外文献中，融资约束一般仅是定义在：当公司存在良好的投资机会而内部现金流不足以用于投资时，公司需要从外部融资，但是公司内外融资成本存在差异，由于公司无法支付过高的外部融资成本导致融资不足、投资不足，这种情况称为融资约束。见 FHP(1988)、Bernanke & Gertler(1989)、Hubbard(1998) 等。

下的投融资决策模型，并将现金流结合进投资 Q 方程。其模型预测，对那些外部融资能力受限的公司而言，现金流的运动可能是其投资的重要决定因素。他们认为投资对内部资金的强正相关是源于外部资本和内部资本的成本存在显著差异的公司所面临的流动性限制。通过采集 1970 年至 1984 年间 421 家美国制造业企业的样本数据，按照受融资约束的可能性从高到低把样本企业分为三类，即低股利支付企业、一般股利支付企业以及高股利支付企业，他们用现金流（cash flow）代表企业净财富水平，以股利支付的高低作为企业是否受到融资约束的分类标准，使用 Q 代表投资机会，回归测量企业投资对现金流的敏感性以判断企业净财富水平对企业投资的影响。研究发现低股利支付企业的投资对现金流的敏感性要高于高股利支付企业的投资对现金流的敏感性。

他们的结论被 Hoshi、Kashyap 和 Scharfstein（1991）对日本企业（with Japanese keiretsu firms）的研究所证实。Hoshi 等人以企业是否是大行业集团（Keiretsu）成员为分类标准，这种分类基础是基于集团成员企业能从集团内部银行获得外部资金，内部银行密切监督成员企业，从而降低了外部融资的信息成本。他们发现，保持投资机会不变（由 Q 测量），集团成员企业与非集团成员企业相比，现金流对投资的影响要小得多。

Huntley Schaller（1993）对加拿大企业的研究同样也证实了 Fazzari（1988）等人的结论。他们的研究表明，对于年轻企业、所有权分散的企业以及非集团成员企业，现金流对投资的影响更加显著（保持 Q 不变）。

此外，Michael Devereux 和 Schiantarelli（1990）、Richard Blundell（1992）、Stephen Bond 和 Costas Meghir（1994）对英国企业的研究，Schiantarelli 和 Alessandro Sembeneli（1995）对意大利企业的研究，Hubbard、Kashyap 和 Whited（1995）、Gilchrist 和 Himmelberg（1995）以及 Allayannis 和 Mozumdar（2001）对美国制

造企业的研究也证实了 Fazzari(1988)等人的结论。几乎所有与此类似的研究都发现投资与内部资金的强烈相关,并把这种相关性解释为由于逆向选择导致的投资不足问题的证据。

然而,近来许多研究对这些早期的研究结果提出了疑问,特别是 Kaplan 和 Zingales(1997,2000),在《经济学季刊》上发表了《投资——现金流敏感性真的度量了公司受到的融资约束吗?》一文,他们以 Fazzari 等人(1988)分类为融资约束最严重的49家公司为研究对象,实证研究却发现融资约束与公司投资—现金流敏感性之间呈负向关系,甚至对那些不存在融资约束的企业投资现金流敏感性仍持续存在。他们论证了即使在一期模型中,投资对现金流的敏感性并不必然地随着融资约束程度的减弱而减弱;而在多阶段模型中,预防性储蓄动机使得评价投资对现金流的敏感性与融资约束的程度之间的理论关系变得更加困难。Kaplan 和 Zingales 指出,当他们更加详细地检验 Fazzari(1988)等人研究的一些企业时,数据并不支持融资约束的存在。特别的,他们重新检验了 Fazzari(1988)等人研究中低股利支付企业样本,基于年报所包含的状况,他们把企业分成如下几类:"没有融资约束的企业"、"可能受融资约束的企业"和"受融资约束的企业"。他们发现,"受融资约束的企业"投资对现金流的敏感性在三组中最小。基于这个发现,他们宣称,投资对现金流的敏感性没有提供融资约束存在的证据。Kaplan 和 Zingales 的结论得到了 Cleary(1999)以及 Kadapakkam、Kumar 和 Riddic(1998)等人的支持。Boyle 和 Guthrie(2003)也在利用实物期权方法分析投资、不确定性与流动性之间的关系时证实了 Kaplan 和 Zingales 的发现。

许多学者从其他角度也对企业投资不足行为进行了实证研究。

Hart 和 Moore(1995)从投资人角度出发研究投资不足的问题。他们认为如果新的投资项目需要负债融资,新的债权人和

原先的债权人相比将处于落后偿还的位置，新的债权人会权衡资金收回的可能性，如果没有其他优惠条件，过高的负债水平将无法吸引新的债权人，造成借款企业无法筹措资金。即使企业有 NPV>0 的投资机会也无法充分利用，造成投资不足。

Parrino 和 Weisbach(1999)运用模拟方法直接验证了股东—债权人冲突引起的投资歪曲行为，研究表明，在股东—经理利益一致且其他条件(如负债比例、企业经营风险等)一定的情况下，项目风险越大，过度投资越严重；项目风险越小，投资不足越严重，且过度投资与投资不足的程度随着负债比例的上升而加大。

Tirole(2001)从公司治理的角度指出：当公司在进行项目投融资决策时，公司的自有资金越少、管理层不作为(misbehave)时可获得的私人利益越大，那么公司的代理成本越高，公司管理层越容易放弃那些净现值为正的项目，即导致投资不足问题。

Hadlock(1998)认为，自由现金流问题的存在直接与管理者的代理成本有关，内部人持股比例又是管理者与股东利益一致程度的重要指标。他研究了内部人持股比例与投资—现金流敏感性问题的关系，使用美国 435 家公司 1973 ~ 1976 年的数据进行统计检验，发现企业的投资—现金流敏感性随着内部人持股比例的增加呈现出先上升后下降的非单调趋势。这一结果与对应投资不足的信息不对称理论一致。

Moyen(2004)认为目前关于融资约束与投资—现金流敏感性之间关系的实证结果不一致，是由于确定公司受融资约束程度严重性的标准不一致造成的。为此，作者考察了完全信息条件下公司投资决策的动态行为，并构建了两个模型以协调这两种冲突的结果：可以完全接近外部资本市场的未受约束模型和不能接近外部资本市场的约束模型，然后利用两组模拟数据进行实证检验。结果发现，约束模型描述的公司比不受约束模型描述的公司投资—现金流敏感性更低，这与 KZ(1997)的结果一致；然而，低股利支付公司的投资—现金流敏感性比高股利支付

公司的更高，这又与FHP(1988)的结论一致。作者对此的解释是，对于前种情况，在面临较多有利投资机会时，未受约束公司也会发行债务以避免额外的资金，但由于在投资等式中没有考虑债务融资对投资的影响，因此，扩大了未受约束公司的现金流敏感性，也即未受约束公司利用债务从而具有较多现金而平均提高了投资额和股利支付额；而受约束公司则决定是将其现金更多地分配于投资还是用于支付股利，从而，对受约束公司来说，投资与现金流之间的联系更弱了。对于后一种情况，未受约束模型的公司比约束模型的公司投资更多。这是因为未受约束公司可以随着时间推移调整其债务规模，它们也会承担更多的债务。未受约束公司比受约束公司的债权人拥有公司价值的较大比例，从而公司所有者拥有较少比例的份额。因而，未受约束公司比受约束公司有更低的股利支付。

3.1.3　投资短视理论与实证

投资短视是指企业不遵循最佳投资政策，而是选择那些能迅速回报但并不使公司价值最大化的项目进行投资。经理人的投资短视行为使得企业追求短期效益，延迟甚至放弃使企业价值最大化的投资项目。

许多学者研究认为，股东与企业管理者之间的利益冲突的一个来源是管理者关心他们的行为是否会影响他们的声誉，以及劳动力市场对他们的最终评价。这一思想(Holmstrom(1999)建立的优美模型)也在企业投资行为得到广泛的应用。

例如，Narayanan(1985)研究了在经理能力未知，当公司的投资机会不容易为外界所观察，而经理人有私人信息，经理人市场和股东能够根据投资项目的业绩推断经理能力的情况下经理的投资决策行为，认为经理人市场上的信息问题导致短视投资行为。当面临长期、短期两个项目决策时，为提高自己的职业声望，进而提高自己将来的报酬，自然就会偏好选择盈利快的短期项目，以努力人为增长公司当前业绩，而放弃从长远来说符合企

业价值最大化的长期项目。因为平均而言，短期项目有较高的近期现金流量，虽然长期项目的净现金流会超过短期项目。Narayanan 研究还认为企业家任期越长，短视投资空间越小，投资项目风险水平越小，短视投资行为越严重。Naravanan(1988)还研究了在经理能力未知，且经理人市场和股东能够根据投资项目的业绩推断经理能力的情况下，经理的投资决策行为，认为经理人市场上的信息问题导致短视投资行为。

Holmstrom 和 Ricarti Costa(1986)证明企业管理者为了职业安全等个人利益会厌恶有风险的投资项目。管理者职业的考虑可能导致部分管理者不愿意实施新的投资项目，这是因为，新项目的业绩将会揭露管理管理者能力的信息；与此相反，如果没有项目被实施，也就没有信息揭露。

Hirshleifer 和 Thakor(1992)通过建立一个基于声誉考虑的过分守旧(excessive conservatism)的相关模型，指出管理者为了自身职业声誉会选择安全的投资项目，放弃不确定性较高的机会。

尽管“帝国建造(empire - building)”和“职业生涯考虑(career-concerns)”这些典型的管理者与股东代理冲突对企业投资行为影响收到了广泛关注，仍然有一些由管理者与股东代理冲突产生的其他变量对企业投资行为产生影响。

例如 Bertrand 和 Mullainathan(2003)考虑了一个特别简单的变量：管理者偏好选择“宁静生活(quiet life)”，管理者在需要作出困难决策时，往往选择“按兵不动”，倾向于过度守旧。一方面，如果决策是减少现有的、业绩较差的旧项目，可能导致管理者过度持续现有净现值为负的项目，这种倾向会导致过度投资，譬如，如果管理者面临是否关闭经营不善的工厂时，他们往往维持原状；另一方面，如果决策是开始新项目，当需要决定是否进入一个新的行业时，即使该行业意味着良好的投资机会，管理者也常常十分保守，从而造成投资不足。

与此有些类似的是,Baker(2000)构造了一个管理者声誉关注阻止放弃净现值为负的项目的模型,他指出最年轻的风险资本公司——大概是最关注其声誉建立——也是最不情愿清算其较差的投资。他认为,年轻的企业经营者为了尽快建立自己良好交易的背景,提高自身的声誉,以便吸引投资者的关注,会比有良好交易经历的年老的经营者更倾向提高短期业绩,从而更易发生投资不足行为。同时管理者倾向继续经营业绩差的投资项目,而不是将其清算或退出,原因在于清算或退出表示了管理者的失败。可见,职业安全的考虑既可能投资不足,又可能过度投资。

也有学者从管理者短视(managerial myopia)理论出发,认为一系列的短期压力(包括对长期项目的信息不足)将导致信息不对称的管理者对长期项目投资不足。

Stein(1988)发展了"管理者短视"理论,指出当企业处于接管压力时或准备发行新的权益时,管理者有动机实施短期行动提高当期股票价格从而降低接管的可能性,有动机集中于企业的短期项目以维持当前的股价,这将导致他们对长期项目投资不足,并且投资不足将显著的敏感。事实上,在以上任何一种情况下,股票将以当前市场价格卖出,以最大化价格对于处于压力的管理者。

Stein(1989)进一步指出管理者不仅关注其自身的声誉,更关注使其公司的股价超过短期预期。他同时认为,主要原因是因为管理者的行动对外部投资者而言是不可观察的,例如,管理者可能通过对一些难以计量的资产(如维护费、消费者忠诚度和职工培训费等)投资不足,提高报告盈余。对于这样的短视行为,外部的投资者无法将其与那些能够提高公司较高报告利润的行为(如提高消费者需求)区分开,因此随着股价或管理者个人声誉的提高,投资不足行为受到奖励。

Lucian Bebchuk 和 Lars Stole(1993)认为:"经理人员目光短

视的投资偏向，是由信息不对称的特性明确决定；如果股票市场不能够观测投资水平，那么经理就对长期项目进行过低投资，即隐藏行动导致对短期项目的过高投资和对长期项目的过低投资；然而如果投资水平是可观测的，而市场对投资收益性知晓较少时，则经理就对长期项目进行过度投资，即隐藏信息导致在短期项目中过低投资和在长期项目中过度投资。”

Paul(1994)证明隐藏行动类型信息不对称在长期项目中并不必然导致过低投资。而 Nyman(1996)证明隐藏信息导致在短期项目中过低投资和在长期项目中过度投资的 BS 结论，是依赖于限定性信息假设的；相对于公司经理，股票市场对公司短期投资项目信息是对称的，而对长期项目信息是不对称的；对长期项目的过度投资，只有当经理比股市拥有更多的关于长期项目而不是关于短期项目的信息时才会出现，即“如果股市只能观察到短期项目实现 θ_1，而不能观察到长期项目实现 θ_2，则存在一个唯一完全分离精炼贝叶斯均衡，在这一均衡下，经理以概率 1 对长期项目进行过度投资”。

Gompers(1996)和 Baker(2000)提出了类似的观点，他们认为对于那些年轻的没有好的业绩记录的风险资本企业，如果他们准备吸引更多的资本，他们必须提高他们的声誉，同时这些企业会比有良好交易经历的年老的经营者更易采取扭曲行为提高短期业绩。

Bebchuk 和 Stole(1993)的模型也得出了一般思想：关注短期股票价格或是声誉会导致投资扭曲。然而他们指出，投资扭曲的本质完全与信息结构敏感。实际上，股票市场上的压力期望或劳动力市场的短期期望在某些情况下，会导致过度投资而不是投资不足。例如，如果投资行为本身是可观测的，管理者的能力能产生好的投资机会，过度投资将会发生，此时，管理者为了追求提高其声誉将会投资更多而不是更少。

对于企业的投资短视行为，西方学者也进行了大量的实证



研究。

Chevalier 和 Ellison 将企业 CEO 年龄作为解释变量，企业研究发展费用支出为被解释变量，回归分析证实了经理年龄越大，研究发展费用支出越高，短视行为越少。

Lundstrnm(2002)在 Chevalier 和 Ellison 模型基础上增加了投资机会(托宾 Q 为指标)和企业规模(销售额为指标)为解释变量，为了控制产业影响，使用了 R&D/Sale 作为长期投资的代理变量，指标进行多元回归，回归结果表明随着 CEO 任期延长，研发费用支出逐渐减少，公司在长期项目上投资不足。认为投资短视的潜在原因是管理层的职业考虑(Career Concerns)，即经营管理者不仅关心本期的收入，更关心未来的报酬。当公司的投资机会不容易为外界所观察，而经理人有私人信息，在经理人市场和股东根据投资项目的业绩推断经理能力的情况下，为提高自己的职业声望，进而提高自己将来的报酬，经理就可能过分追求短期结果，当面临长期/短期两个项目决策时，自然就会偏好选择盈利快的短期项目，以努力人为增长公司当前业绩，而放弃从长远来说符合企业价值最大化的长期项目。因为平均而言，短期项目有较高的近期现金流量，尽管长期项目的净现值会超过短期项目。

Holden 和 Lundstrnm(2006)以 R&D/Sale、R&D/Asset 和固定资产比例三个变量作为长期投资的替代变量，实证研究结果为管理者短视理论提供了统计上和经济上的显著支持。

3.1.4 多元化投资理论与实证

多元化投资通常是企业分散经营风险的重要策略。但是由于经理与股东之间的利益冲突可能使得经理所采取的多样化投资行为不符合股东的利益，通常将多元化投资所带来的价值减少现象称为多元化折扣。大量的研究还发现，管理者为扩大企业规模建造个人帝国不仅仅采取过度投资的手段，他们很可能还会选取更符合个人目的的特定投资形式。

股东必须借助管理层来实现多元化战略所带来的范围经济,但是由于企业组织结构的层级制形式,经理与股东之间的利益冲突可能使得作为公司实际决策者的经理所采取的多样化投资行为不一定符合股东的利益。

詹森认为通过多元化投资,经理能够获得额外的私人收益,包括多元化投资产生的个人威望、权力、地位和在职消费的提高以及多元化经营背景使得经理更易于寻找高级职位。Ross 和 Shepand 认为经理多元化投资有利于提高股东对其显性报酬的支付。Shleifer 和 Vishny(1989)指出,企业管理者倾向投资一些能增加自己人力资本价值的项目,从而维持当前职位的机会以及与投资者讨价还价的能力。经理通过多元化投资能够巩固自己的职位,股东很难轻易替换他们。Amihud 和 Lev(1981)研究认为,企业管理者将偏好多样化投资,因为这可以降低个人王国的经营风险。Scharfstein、Stein 和 Bertrand、Mullainathan 从寻租角度出发,认为经理通过多样化投资增加了寻租的机会和可能性;多样化投资能够使经理掌握和转移更多的资源,从而有利于发现可供利用的寻租机会,增加个人财富。Aggarwal 和 Samwick 研究了经理多样化投资产生的显性财富增加和隐性寻租行为。通过比较静态学分析,Aggarwal 和 Samwick 发现多样化投资水平与经理报酬正相关,在控制经理报酬支付不变情况下,企业价值与投资多样化之间呈现负相关关系,在多样化投资水平不变条件下,增加经理激励水平有利于提高企业价值,从而在理论上第一次证明了增加经理报酬有利于减少多样化投资的非效率行为。Raghuram Rajan 等认为由于多样化企业部门之间的资源和机会存在显著差异,这种内部经理人之间的权力斗争使得资源的分配和投资变得无效率,减少了企业价值。

Morck、Shleifer 和 Vishny(1990)研究发现,当购并方从事不相关的多样化投资时,有着更多的负宣告效应。他们认为不相关的多样化投资代表着合并的一种类型,有着一个自然的代理

动机的假定，管理者追求建造不仅仅是更大而且是更稳定的“帝国”。Blanchard、Lopez-de-Silanes 和 Shleifer(1994)研究了企业对合法结算产生的大量现金的反应，他们发现，在研究样本公司中，那些有着较低托宾 Q 值和较低投资机会的公司，不是将这些利润分给股东，而是将其用于购并，在很多情况下从事不相关的多样化投资。Lamont(1997)、Berger 和 Hann(2003)论证了现金充裕公司的多元化投资带来了较差的业绩表现。

Aggarwal 和 Samwick 则研究了企业托宾 Q 值与多样化数量 n 之间的回归系数，发现呈负相关的关系。关于多样化折扣问题，Servaes 发现美国 60 年代多样化企业存在价值折扣现象；Lins 和 Servaes 对 7 个新兴国家有关多样化企业的研究表明存在价值折扣现象，发现在日本、英国等发达国家多样化投资企业也存在显著的价值折扣。现有文献结论日趋一致，即多样化折扣现象表明多样化投资是一种非效率的投资行为。

当然，也有学者认为多元化投资并不一定完全对股东不利。风险规避型的经理和其他雇员所投入公司的有价值的、稀缺的和难以模仿的专用性人力资本是公司经济利润的来源，然而他们并不能够像股东多元化将自己的股票投资组合一样将专用性人力资本投入到很多公司中，以分散专用性人力资本的风险，或者依靠他们自己的力量多元化专用性人力资本成本高昂，因此公司多元化的业务组合能够有效地减少专用人力资本等面临的风险。公司的多元化战略给雇员、经理、顾客和供应商等投入公司的专用人力资本增加了保险系数，经理、雇员等越是不能以较低成本多元化其专有性人力投资的风险，公司的多元化投资战略就越是有利于激励专有性投资的增加，而这些专用投资的供给有利于外部股权投资者。

Denis 等发现美国 CEO 持股比例较高的公司很少表现出多样化投资的特征，认为由于持股比例的提高产生了经理的内在激励和显性报酬的增加抵消了多样化投资获得隐性租金和有关

私人利益的效应。与此相反,Anderson 等研究了 CEO 持股比例较低的公司,发现多样化投资特征明显,他们从侧面证明了经理通过多样化投资最大化自己私人利益而非股东利益的理论。Denis 和 Anderson 等的实证结果也表明增加股东持股比例是解决多样化投资代理问题的方法。

3.1.5 评介

投资行为是否具有效率直接关系到企业价值是否最大化,导致企业投资行为非效率的原因很多,一方面由不同利益相关者之间的利益冲突引起,如股东为了实现利益最大化目标通过过度投资损害债权人的利益,经理为了个人利益需要,选择投资项目往往偏离股东价值最大化目标;另一方面外界的市场环境及其变化也是影响投资行为效率的重要根源,资本市场压力、产品市场竞争、要素市场谈判以及宏观利率和通货膨胀率的波动等都将影响企业的投资行为。

尽管大多数研究支持了 FCF 理论,但也有学者对该理论存有疑虑。如 Hubbard 和 Palia(1999)对 20 世纪 60 年代美国并购浪潮进行的研究表明,大多数企业实施收购的动机是为了构建内部资本市场,缓解由于资本市场尚未充分发达而导致的融资约束问题,从而有助于解决资源短缺企业的投资不足问题。Opler、Pinkowitz、Stulz 和 Williamson(1999)发现,公司持有的富余现金并没有对资本支出、并购投资及股利政策产生重大影响,这些富余现金不会用来进行新的投资或并购,而是用来弥补经营亏损。

Bebchuk 和 Stole(1993)指出,管理者为了个人的短期利益会实施偏离企业价值最大化目标的投资行为,投资偏离的方向取决于需要传递信息的内容和市场认知信息的能力,这意味着,管理者可能投资不足,也可能投资过度。譬如,当市场推崇某些行业或项目时,为了取悦市场和证明自己寻找投资机会的能力,管理者很可能盲目投资,从而投资过度。

一些经济学家认为，投资不足和过度投资或者融资约束理论与自由现金流理论不是互相排斥的，应从更为全面的角度考察不完美资本市场下的厂商投资行为。

Stein(2003)认为，投资不足和过度投资或者融资约束理论与自由现金流理论不是互相排斥的，它们根据企业的不同特征都能解释为什么企业投资对企业净财富或者说内部资金是敏感的。他们建立的模型预测在一些情形下(当现金流相对于投资机会比期望的更高时)产生事后的过度投资，而在另一些情形下产生事后的投资不足。Stein(2003)的观点得到 Vogt(1994，1997)、Kock 和 Shenory(1999)、Miguel 和 Pindado(2001)以及 Morgado 和 Pindado(2003)等人的赞同。

Vogt(1994)通过研究公司的不同特质，给我们提供了区分投资不足和投资过度问题的经验证据，当公司投资机会是低质量时，投资与现金流正相关关系验证了过度投资假设；与此相反，当企业有较高价值投资机会时，投资与现金流正相关关系验证了投资不足问题。即投资与现金流正相关关系可能不仅仅起因于由于逆向选择导致的投资不足问题，还可能意味着管理者利用高水平的现金流实施净现值为负的项目。

Miguel 和 Pindada(2001)将自由现金流定义为企业现金流与其投资机会的比值，自由现金流低(低于样本均值)的企业被认为是具有投资不足倾向，而自由现金流高(高于样本均值)的企业被认为是具有过度投资倾向。即在信息不对称情况下，企业由于现金流和债务水平，投资不足问题或者投资过度问题都会困扰企业。

Morgado 和 Pindado(2003)以 1990 ~ 1999 年间西班牙非金融公司为研究样本，研究了公司价值和投资的关系。研究结果表明，公司最优投资水平是存在的。当企业的投资水平大于最佳投资水平时，由于信息不对称，公司股东与管理者的利益不一致，管理者会挥霍自由现金流最大化其利益，而不是将自由现金

流支付给股东,企业将实施净现值为负的项目,发生过度投资问题;与此相反,如果企业的投资水平小于最佳投资水平,企业存在融资约束,这种融资约束是由于股东与债券人之间的利益冲突或者现有股东与潜在股东的利益冲突要求较高回报所导致的,并且信息不对称增加了外部融资的成本,将导致企业放弃净现值为正的项目,发生投资不足。

Morgado 和 Pindado(2003)描述了这些主题以及这些理论有怎样的联系,如图 3-1。

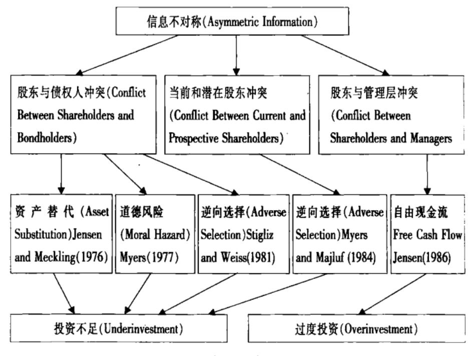


图 3-1 过度投资与投资不足理论关系图

对于导致企业投资与现金流高敏感性的动因,基于"融资约束"假说和自由现金流假说融合的实证研究表明,两种理论都能在一定程度上解释企业投资与现金流敏感,即并非如 Myers (1977)仅归因于信息不对称导致的投资不足,也并非如 Jesen (1986)仅归因于代理问题导致的过度投资,而可能是一部分企业主要源于融资约束导致投资不足,另一部分企业主要源于自

由现金流导致过度投资。即上市公司可能受到宏观经济环境及各种因素的影响,在面临不同的财务状况下,如自由现金流的高低、未来投资机会和成长机会的好坏、融资约束的状况,以及受股东和经理层的利益冲突、股东和债权人的利益冲突、当前股东和潜在股东的利益冲突、控股股东与中小股东的利益冲突影响,可能同时存在着自由现金流导致的投资过度与融资约束导致的投资不足问题。

一个潜在的非常有前景的关于投资的代理解释是建立这一假定:管理者可能对于那些在他控制下资产的前景过度乐观。行为金融学从经理人个人特性的角度进行了研究。Roll(1986)的论文是最早明确将"过度自信(Over confidence)"引入公司金融的论文之一。他认为管理者的"狂妄自大(hubris)"可解释为一种特殊的过度投资形式,即在接管中购并公司的过度支付。HeaLon(2002)通过建立一个过度自信模型,证明了过度自信导致对于过度投资广泛的倾向。认为乐观的经理人相信资本市场低估了公司价值,从而会拒绝利用外部融资投资于净现值为正的项目;同时可能高估他们项目的未来收益,投资于净现值为负的项目。这样,在公司治理中,存在着基于自由现金净流的投资不足与投资过度的权衡。

3.2 上市公司非效率投资:国内文献回顾

对于中国上市公司的非效率投资行为,许多学者从规范和实证角度对此进行了分析。

3.2.1 上市公司非效率投资:规范研究

朱武祥等(2003)认为:我国上市公司存在过度股权融资行为和非商业竞争需要的财务保守行为,而且由于股权资本对管理行为的软约束,股权资本过度容易使上市公司产生配置效率

低效的投资行为。例如，一些公用事业上市公司在前期募集资金支持下，进入利润和现金流稳定阶段，主业缺乏好的投资机会，或并不真正需要股权融资来支持主业投资，本应成为价值型公司。但不少公用事业上市公司通过编制投资项目，获得增发或配股，形成过度股权融资。此外，商业零售等行业上市公司主业收益下降，缺乏投资机会，却因达到再融资的会计收益标准而获得股权融资，股权融资过度的企业往往以寻求新的利润增长点名义和资本运作方式进入其他增加风险与主业不相关的业务领域。一旦投资失败，往往将失败的实业投资按净资产价值或溢价置换或转让给控股股东，换出亏损资产，换入盈利资产，获得账面上的投资收益。

刘星、曾宏(2002)指出，我国上市公司非效率投资行为的成因在于不完善的公司治理机制，其中国有股权比重过大又是上市公司治理结构失效的根源，大部分的剩余索取权都集于国有大股东一身，其他股东无力对公司的投资决策行为实施控制，同时由于投资决策的收益也主要归国有股大股东所有，其他股东参与重大投资决策的动力也不够。以及上市公司非职业化的董事会，缺乏对高管层的激励约束的治理机制和接管市场、债权人等外部治理机制的作用力度较小，导致了上市公司的非效率投资行为。

饶育蕾、陈炳华(2004)指出，我国特有的上市公司股权结构不合理造成了对投资的行政干预，信息非对称导致的企业各利益相关者之间的矛盾，给企业带来了代理成本，经理人本身的非理性及市场的非理性使公司投资出现决策偏差，造成企业过度投资甚至盲目投资。

袁春生(2006)从经营者控制权激励的角度研究我国上市公司的非效率投资行为，认为与国外发达国家相比，我国国有企业特别是上市公司的经理层面临的约束条件存在很大的不同，虽

然经营者持股比例普遍较低，但是在我国股权高度集中的公司所有权结构下，国有企业特别是国有控股上市公司的控制权主要由政府部门或国家控股的机构所掌握，但由于所有者缺位，公司股东大会的权力虚置，公司很大一部分战略决策由作为国有大股东的代言人——公司管理层决定。以总经理、总裁为首的经营班子成为对企业经营活动影响最大的权力主体，他们事实上掌握了公司的经营管理决策权，经理人事实上或依法掌握了公司的控制权，他们的利益在公司的战略决策中得到了充分体现。所以，我国国有企业经营管理者同样有动机选择有利于自身利益最大化的财务政策以巩固控制权收益，导致上市公司多元化投资、过度投资和投资短视等非效率投资行为。

王雪(2006)对我国企业固定资产投资膨胀从公司治理角度进行了解释，认为不同利益相关者之间存在着代理冲突，股东为了实现利益最大化目标会倾向于过度投资从而损害债权人利益，经理为了个人利益需要，选择的投资项目往往偏离股东价值最大化目标；同时国企上市公司偏好股权融资的融资方式，自身严重的内部人控制，且外部控制权市场、经理人市场尚处于萌芽状态，有关的投资者保护法律不完善，会促使上市企业能够大量低成本募集资金，无须权衡资金成本和投资效率，也不受股东和资本市场的约束，从而导致上市企业投资过度。

3.2.2　上市公司非效率投资：实证研究

陈舒予(2003)对我国上市公司的投资与现金流敏感度问题进行实证研究，认为中国上市公司同时存在着自由现金流量的代理成本导致的投资过度与融资约束导致的投资不足问题。处于衰退行业上市公司(缺乏良好的投资机会)，由于自由现金流量的存在，过度投资现象最为严重。

梅丹(2005)以1998年底前上市的深沪市的非金融类上市公司1999~2003连续5年的数据为样本，通过对我国国有上市

公司固定资产投资规模的研究，研究发现我国特有的制度背景和国有上市公司特点，使国有上市公司投资整体表现为投资过度，这主要源于代理问题。此外，大公司投资规模水平要高于小公司，且在确定投资规模时，大公司对远期投资机会、对内部现金流比小公司更敏感。

冯巍(1999)曾用 Fazzari 的检验模型检验内部现金流与公司投资的关系来证明信息不对称假说，检验表明现金流对每股分红低于0.05元的公司、非国家重点企业和没有实行主办银行制度的公司的投资水平存在显著性影响，从而得出了存在融资约束的结论。

周立(2002)以白酒行业为研究对象，在描述统计基础上发现，1998~2000年白酒行业效益稳定但发展缓慢，自由现金流充裕，上市公司广泛投资其他行业，并由此推断白酒行业企业存在自由现金流代理问题，指出中国上市公司存在投资过度现象。

刘怀珍、欧阳令南(2004)通过建立模型，发现经理人基于私人利益使企业产生过度投资行为。

何金耿、丁加华(2001)研究认为由于代理成本的存在，目前中国上市公司中经理人的自我约束机制并非普遍有效，经理人具有投资于非盈利项目谋求私利的激励和能力，导致上市公司过度投资。

全林、姜秀珍、陈俊芳(2004)研究了不同规模公司投资与现金流量的关系，并探讨了不同公司规模投资决策行为的差异。研究发现：我国大规模公司对现金流量敏感性的主导动因源于信息不对称理论，大公司目前更多地受到投资的融资约束，容易面临投资不足；我国小规模公司投资对现金流量的敏感性动因源于自由现金流量的代理成本理论，小规模公司有可能面临着较差的投资机会，管理层的代理成本很高，一旦拥有可支配的现金流量，管理层会投资于非盈利项目以谋求私利，导致过度

投资。

邬展霞(2006)以2000年1月1日到2003年12月30日间在深、沪交易所的A股非金融类公司的1536个公司年样本进行研究,用经理人对公司风险的暴露程度——公司经理人年末人均持股数来识别经理人自信程度,分别检验了全样本和过度自信样本上市公司的投资效率。研究结果表明在经理人过度自信的公司,投资对每股净自由现金流和市净率的敏感性更高,说明在经理人自信的公司里,公司的投资额偏高,确实存在"过度投资"。

李辰、张翼利用股权结构,对1998~2001年上市公司的投资—现金流敏感性进行实证分析。他们发现,在地方政府或一般国企最终控制的公司,随着第一大股东持股比例的增加,投资对现金流的敏感性下降,支持了过度投资与自由现金流假说;而在中央部委、境内非国有实体和自然人最终控制的公司,没有发现过度投资与自由现金流问题。

江伟、沈艺峰(2005)从负债代理成本的角度,考察了在我国对债权人保护较弱的情况下,上市公司控股股东利用资产替代来侵害债权人利益。研究发现:我国上市公司大股东进行资产替代的行为与其持股比例之间呈倒N型的非线性关系;公司投资机会的增加会对大股东的资产替代行为产生影响;由生产经营性单位(国有资产管理公司、财政局等)控制的上市公司比非生产经营性单位(企业集团或各种控股公司等)控制的上市公司中的资产替代行为更为严重。

童盼、支晓强(2005)运用蒙特卡罗模拟法考察我国上市公司股东—债权人利益冲突对企业投资行为的影响,模拟结果表明,在股权价值最大化的目标下,典型企业会放弃现金流固定的无风险项目,但随着项目风险的增加,企业放弃的项目越来越少,当项目风险足够大时企业甚至会接受一些净现值为负的项

目，项目现金流波动幅度越大，过度投资越严重，项目现金流波动幅度越小，投资不足越严重。

童盼、陆正飞（2005）研究发现，在低项目风险企业中，存在股东—债权人冲突引发的投资不足，在高项目风险企业中，存在股东—债权人冲突引发的过度投资。

陈敏（2006）以2003年度为研究窗口，选择所有深沪两市A股上市公司为样本，研究表明上市公司中确实存在过度投资行为。上市公司持有大量的现金后很可能产生过度投资行为。

袁国良等（1999）通过对上市公司股权融资成本的实证分析，认为股权融资成本的“软约束”使上市公司的融资成本很低，因而对投资项目评价时，折现率的要求也很低，企业有无限的动力通过股权融资进行大规模的过度投资。

潘敏、金岩（2003）通过运用一个包含有信息不对称和现有股权制度安排下的股东目标差异等因素在内的企业股权融资投资决策模型，分析结果表明：在同股同权的股权制度下，如果外部投资者与企业内部经营管理者之间存在着有关企业投资项目预期净现金流收益方面的信息不对称，企业利用股权融资实施投资项目时，有可能发生代表原有股东利益的企业经营管理者实施过度投资行为；即使不考虑信息不对称问题，我国上市企业同股不同权、流通股比例偏低的股权制度安排下的股票市场价值过高偏离企业资产价值、股东行为目标差异等因素也会导致企业在利用股权融资实施投资项目时，发生过度投资行为；在同时考虑信息不对称和我国上市企业特殊股权制度安排的情况下，与仅考虑信息不对称因素的成熟证券市场上同股同权企业股权融资下的投资行为相比，我国上市企业股权融资下过度投资发生的可能性要大得多；在信息不对称和上市企业特殊股权制度安排同时存在的情况下，信息不对称因素导致的新股股东在项目投资后企业资产价值中的分配比例越低，企业过度投资

发生的可能性越大;同样的,我国股权制度安排导致的股东目标差异越大(目标差异系数越小),企业过度投资发生的可能性也越大。

王艳、孙培源、杨忠直(2005)通过建立股东与经理层之间的契约模型,假设公司所有者雇用经理层对公司进行经营,由经理层选择一个不能观察的投资水平,或者可以观察但不能验证的投资,管理层有充分的投资选择权力,且公司有充足的自由现金流量保证实现经理的投资计划,经理层的总收入由薪酬和公司股权两部分组成。研究认为,由于存在经理层固守职位的代理成本,经理层倾向于过度投资于有利于维持自身职位的项目上,过度投资的程度与两个因素有关,一是经理层所持有公司股份的多少,经理层持有的股权比例越高,过度投资的情况就越低;二是经理层与潜在替代者的能力差距,经理层的优势越明显,就越倾向于过度投资。

邓可斌(2006)基于信息经济不对称情况下,分别构建了基本模型和委托代理模型,并基于以下假设:(1)每个企业都面临着相互独立的、投资额为I的两个项目;(2)所有企业均通过增发新股的方式筹集投资项目的资金;(3)外部投资者不清楚具体现金流;分析了经营管理者的目标(实现企业股票市值最大化)与企业原股东一致和经理人的目标(为了其收入效用最大化)与股东不一致两种情况下企业的投资行为。研究结果表明,当企业经营者与企业原股东目标一致,经营者对两个项目的现金流可以准确预期,企业没有投资不足和资金闲置的情况产生,只可能出现过度投资问题。当经理人的目标与股东不一致,经理人对投资项目的现金流只是掌握一个相对准确的概率λ,企业经理人是短期激励机制条件下投资不足与过度投资现象可以在公司内并存。研究还认为,在单期投资决策模型中当大股东担任经理人时,企业出现投资过度的可能性就很大,而投资不足的情况

将消失。

彭程、刘星(2006)分别建立了假设经理完全代表股东利益的以股东利益最大化以及企业价值最大化为目标时的负债企业多元化投资模型,通过两种决策目标下多元化投资政策的比较,分析了负债代理下股东存在的投资决策非最优化问题。结果发现,负债企业在投资前后都不存在债务风险,股东的投资决策将符合企业价值最大化原则;若投资能使债务由无风险变为有风险,企业将过度投资;若投资前后都存在风险,企业将投资不足。

吉瑞、王彦博(2007)以我国2002~2004非金融业上市公司数据为样本,以新古典投资模型为基础,对我国企业投资行为的目标和影响因素进行了实证检验。结果表明,我国上市国有控股企业与非国有控股企业投资水平两者之间存在显著差异,国有控股企业的投资水平显著高于非国有控股企业。研究认为,转轨时期我国企业普遍存在着“投资饥渴”和过度投资行为,当企业持有内部现金流时,企业将最大可能地进行投资,而对投资成本关注较少,从而导致企业投资效率低下。造成企业上述投资行为的根源在于,企业治理结构不完善产生的经理人与股东的委托—代理问题和转轨时期企业普遍存在的预算软约束以及由此产生的委托—代理问题。

叶生明(2006)建立了国有企业与非国有企业的基本投资决策模型,研究表明,委托代理问题对投资效率有重大影响,国有企业因为双重投资目标的存在,国有企业的投资额高于同等条件下的非国有企业的投资水平,有过度投资倾向,在投资收益主要由经理人努力程度决定的情况下委托代理问题的存在使得企业存在投资不足;而非国有企业一般表现为投资不足,但在一定情况下也可表现为过度投资。

刘昌国(2006)以国内A股上市公司2001~2004年的数据进行研究,研究表明我国上市公司再融资的投资决策行为不仅存在

股权融资偏好下的过度投资行为,而且较大程度地存在自由现金流量的过度投资行为,我国上市公司治理机制抑制自由现金流量的过度投资行为的功能较弱;法人控股公司的经理人员股权激励机制抑制自由现金流量的过度投资行为比国有控股公司的相应机制更有效;机构投资者持股机制不仅没有发挥公司治理的作用反而加剧了上市公司自由现金流量的过度投资行为。

张中华、王治(2006)对 Kaplan 和 Zingales(1997)的模型进行修正,并将"经理帝国"建立的偏好考虑进来,在一个综合模型框架下分析了内部现金流对企业投资行为的影响。结果表明:投资不足和过度投资或者融资约束理论与自由现金流理论并不是互相排斥的,它们根据企业的不同特征(权重 γ 的大小或自由现金流的高低)都能解释为什么企业投资对企业净财富或者说内部资金流是敏感的。当企业自由现金流较低时,企业表现为投资不足,企业投资对内部现金流是敏感的;当企业自由现金流较高时,企业表现为过度投资,企业投资对内部现金流仍然是敏感的,并且以中国 1998 ~2004 年非金融上市公司为研究样本进行实证研究。结果表明:当企业自由现金流较低时,非国有控股企业表现为投资不足,企业投资对内部现金流是敏感的,而国有控制股企业投资对内部现金流不敏感;当企业自由现金流较高时,国有控股企业和非国有控股企业都表现为过度投资,两类企业投资对内部现金流都是敏感的。由于国有控股企业受到政府非市场化的融资安排,融资成本对国有控股企业投资行为的影响较小,相对投资不足行为,国有控股企业的投资过度行为更为显著;而非国有控股企业的这两种行为均较为显著。

黄福广等(2005)研究了我国上市公司股权结构与投资决策的关系,研究发现控股和非国在国有控股公司中,由于"所有者缺位",股东对于经营者监控不够,明显存在着过度投资行为。非国有控股公司中不存在国有控股公司中那样明显的投资过度

行为,但是却表现出了一定程度的投资不足。

3.3 小结

从以上文献可以看出,与民营企业、私营企业和外资企业相比,大多数国有企业投资效率低下和经理行为非持续化(经理行为非持续化指经理损害所有者利益的代理行为是以个人将来利益可能受损来获取眼前利益的非持续化行为)是一个不争的事实。我国国有企业非效率投资主要表现为多样化投资和过度投资行为,盲目多元化引起的重复建设现象十分严重,近几年来严重的重复建设造成大量产品积压和企业亏损。此外,不分配股利而将现金流量用于任意投资是典型的过度投资行为。

4. 我国上市公司非效率投资行为分析

4.1 我国企业投资体制的演变

投资体制是指组织、领导和管理社会投融资活动的基本制度和主要方式、方法，是一国固定资产投资活动运行机制、管理制度和资金筹措等内容的总称（国家计委投资研究所课题组，1993）。投资体制涉及经济体制的宏观和微观的全部管理过程，与整个国民经济体制的良性发展和改革紧密相关，并相互促进，是国民经济稳定运行、可持续发展的有效途径和体制保证。

投资体制是经济体制的重要组成部分，它是经济模式及其所决定的一定的经济体制、财政体制和金融体制的集中表现。投资体制受制于经济发展模式，经济发展模式是一国经济运行的现实基础。投资体制决定着社会扩大再生产过程中资源配置方式，担负着所有制的组织与执行的作用。现实的经济体制以及与之相适应的经济结构、企业结构和技术结构、产业结构，一直都是通过投资体制以及与之相适应的投资结构来维系和支撑的。

总体上讲，新中国成立后，我国的企业投资体制的演变进程大体可以划分为三个阶段：财政主导型投资体制、银行主导型投资体制和多元化投资体制。

4.1.1 财政主导型投资体制（1949～1984）

新中国成立后，我国中央政府为加速实现现代化，在产业发展战略上选择了优先发展重工业，实施的是高度集中的计划经

济体制，在投融资体制上表现为以财政为主无偿拨款进行经济建设的制度安排，在资金分配过程中国家始终保持的中心地位。对于微观经济运行主体的企业而言（绝大多数企业是国有企业），实行的是"统收统支"制度，收入和支出全部上缴国家财政，企业基本的投资决策和行为主要由政府根据计划组织安排，企业投资资金来源由政府全面拨款；各级政府通过收入、工农产品价格剪刀差等途径对城乡居民应得收入的一部分实行强制性储蓄。

在这种体制下，各级政府既是最大的储蓄主体，同时又是最大的投资主体，国有企业只是执行国家指令性生产计划的微观生产单位，被动进行扩大再生产等生产性投资行为，企业自身无投资自主权。

这一投资体制在初期具有历史的合理性，促进了整个国民经济的快速发展，取得了较好的经济成效。但随着我国经济以及世界经济的迅速发展，我国计划经济体制运行的弊端日益明显，这种制度安排的净收益开始逐渐递减，在一定程度上阻碍了我国经济的发展。

从宏观角度来看，大量社会资金只能纵向缴拨，不能横向流动，更不能在企业之间自行调剂余缺，影响了社会总资金的流通速度及效率，资金配置效率较低。从微观范围来看，企业资金来源和使用完全由政府主导，缺乏主体意识和明确的长远目标，其投融资过程是被动的，不利于提高资金的使用效果，主要表现在企业资金营运能力低下，企业内无动力、外无压力所产生的结果是资金粗放营运，随意使用，为增加企业产出、获得政绩可以不计投入。

4.1.2 银行主导型投融资体制(1985～1995)

改革开放以来，我国逐步形成间接融资占优势的基本投融资制度，这一制度在一定时期促进了经济的快速增长和国家经济实力的提高。

中国实行放权让利式改革使国民收入的格局发生巨大变化。国民储蓄结构中个人、企业、政府所占的比重1979年分别为23.55%、33.65%、42.8%，1999年变成68.5%、13.3%、18.2%。在财政收入相对减少情况下，银行存款和贷款开始两旺，企业成为投资主体，居民成为储蓄主体，银行成为储蓄转变成投资的中介机构。

4.1.3 多元化投资体制(1996年至今)

经过多年的改革，我国保持了较高的经济发展速度。随着我国证券交易所的成立，资本市场得到快速发展，企业投资和融资渠道逐渐多元化，形成了以银行为媒介的间接融资方式为主、证券市场直接融资为辅，财政融资和其他融资相结合的融资渠道多元化的融资体制。

证券市场在中国得到很大的发展，上市公司发展到1000多家，资本市场直接融资的适度发展对于间接融资具有重要的补充和促进作用。这是由于一方面资本市场是风险资本和中长期资本形成的重要机制，可以利用股票市场和债券市场筹集所需的风险资本和中长期资金，从而减轻企业对银行资金需求的压力；另一方面，来自股票市场的监控，可以改变企业的治理效率。

对市场经济国家来说，资本市场主要有两个功能：企业融资和资源配置功能。企业通过上市，全部资产采取股票和股权的形式，各项信息集中、透明、真实、易于理解。在资本市场中，有众多投资者参与，股票指数的变动基本反映了宏观经济的走势，股票价格的变动也基本反映各个公司的业绩变化和未来的发展前景，引导资金向业绩好、有良好发展前景的公司流动。资本市场通过股票的买卖，进行着公司间的收购和兼并，这些都促进着资源配置的优化。

在我国从传统计划体制向市场经济体制的历史性转变过程中。我国已经初步形成了证券市场的基本框架，证券市场的发育有了长足的进步，对促进整个国民经济的运行效率产生了积

极的影响。我国建立证券市场的最初目的是为财政和企业筹集资金,引导资金流向,从证券市场现阶段的功能发挥来看,应该说这一初衷得到较好的实现。但证券市场的功能不仅仅在于筹集资金,更深层次在于促进资源优化配置和企业经营机制的转变。然而,从整体上看,目前我国证券市场的资源配置功能还没有充分发挥出来。

4.2 中国上市公司非效率投资现状

众所周知,公司的目标是最大化股东财富,它也是公司的最佳生产/投资决策。股东的财富被视作以资本的机会成本(市场决定的利率)贴现的现金流的现值,当以资本预算为目的的现金流得到合理的预测而且以加权平均资本成本得以贴现时,项目的 NPV 值正好等于股东财富的增加,因而股东们将会一致接受所有具有正的 NPV 值的项目,朝着最大化股东财富的目标。作为代理人的经理层应当选择那些边际收益率高于市场决定的贴现率的项目,即从高到低依次选择那些有正的 NPV 的项目,直至最后一个可接受项目的 NPV 值为零,这也是公司生产投资决策的基本准则。也就是说,经理们应把股东们有限的资金依次投入到收益尽可能高的项目,且这些项目的净现金流必须大于零。

与国外发达国家相比,我国现有上市公司中的大部分是由原国有企业或其他政府控制的实体重组改制而成的。在很多情况下,这样的转制只停留在表面而非实质,从而导致现有的许多上市公司中国家拥有高度集中的股权,无法改变最大控股股东的地位。我国国有企业特别是上市公司的经理层面临的约束条件存在很大的不同。虽然经营者持股比例普遍较低,但是在我国股权高度集中的公司所有权结构下,国有企业特别是国有控股上市公司的控制权主要由政府部门或国家控股的机构所掌握,但由于"所有者缺位",公司股东大会的权力虚置,国家作为

最大股东的利益并没有完全得到体现。这通常使得上市公司被管理层所控制，而管理层不一定代表了股东的利益。因此，在这样的治理结构下，上市公司的董事会和管理层往往对其股东，尤其是对公众投资者的责任理解不深，履行义务不完备，公司很大一部分战略决策由作为国有大股东的代言人——公司管理层决定。以总经理、总裁为首的经营班子成为对企业经营活动影响最大的权力主体，他们事实上掌握了公司的经营管理决策权。正如青木昌彦和钱颖一在《转轨经济中的公司治理结构》一书中所言，经理人事实上或依法掌握了公司的控制权，他们的利益在公司的战略决策中得到了充分体现。所以，我国国有企业经营管理者同样有动机选择有利于自身利益最大化的财务政策以巩固控制权收益。

并且，在中国特色的大背景下，多数中国上市公司不缺乏资金，缺乏的是真正意义上的好项目，缺的是对可能投资的项目进行的尽可能的分析选择，以达到投资收益最大化。面对较易获得资金的资本市场，不少上市公司没有充分利用好这一资源，没有充分提高资金使用效率，在投资决策上表现出相当的非效率成分。具体表现在如下几个方面：

4.2.1 盲目多元化

这是中国多数上市公司的一大通病。目前不少企业在实现投资规模扩张时为了实现高速度，不仅在本行业进行投资规模的扩张，而且进入别的行业实施这一战略。据调查显示，企业在进行多元化经营，施行投资分散化战略时的主要目的是寻求新的经济增长点，利用富余劳动力，分散经营风险，利用多余的资金或资产。但是，多元化经营的结果往往是喜忧参半。喜在企业在投资过程中可以利用多元化经营避免企业由于经营范围狭窄而过于依赖某一市场，受环境制约大的状况，从而可以起到避免风险的作用。但是，多元化经营获取效率的前提是主业在同行业中已有一定的优势，拥有稳定的地位。而多元化经营的忧

表现在若企业在实施投资分散化战略的过程中,“元”过多,各“元”之间缺少必要的关联性,或者关联性比较低,则会造成企业的投资四处出击,捏不紧拳头。企业投资总规模是有了,但各投资项目之间却缺乏有机的业务关联和结构纽带。这样的投资分散化往往只能是徒有虚名,并不能获取投资效率的提高。

企业要进入一个新的行业,需要具备一系列条件,而相当多公司恰恰受制于一系列限制,主要决策者和经营者的知识、经验、所接受的信息、对行业相关的了解有限,企业进入该行业所需的人才、社会关系网络、市场网络有限。这二者的存在就为企业进入新行业埋下了举步维艰的隐患,还谈何盈利。这且不说,还得与该行业的在位者进行博弈,相当多上市公司正是带着这一系列尚未解决的矛盾进入新的行业,在没有掌握应有的知识和信息的前提下盲目决策;在没有合适人选的条件下盲目委任;在自己的监督和控制能力之外盲目扩张。多元化的非效率投资在我国上市公司中较为普遍,查阅我国上市公司 2000 年度的年度报告,很多公司都计提了数额不小的股权投资准备。并且,仔细阅读其财务报表附注,不难发现,多元化投资是这些股权投资不得不提取股权投资准备的根源。川长江 A 的 2000 年度报告显示,该公司的股权投资涉及进出口、金融、房地产、电子信息、交通运输、制药等行业,投资总额达到 8254 万元,可谓多元化。然而,正是这些投资,导致该公司截至 2000 年底共计提 4569 万元的减值准备,超过原有投资总额的一半以上。

国家统计局固定资产投资司房地产处处长贾海认为,从整体上判断,现在房地产业进入了一个新的景气发展周期。这个行业利好使不少目前主营并非房地产的上市公司开始有计划、大规模地向房地产进军。2001 年 10 月 11 日,主营开发、销售计算机及应用软件的经纬纺机公告称:公司拟受让城开集团拥有的位于北京朝阳区安贞西里区商业服务中心段仟村房地产的部分物业,建筑面积约为 24887.64 平方米,总价款约为 3.22 亿元。

同日主营汽车配件制造与销售的湖北车桥公告称:第一大股东湖北华通车桥集团拟将全部股份分别转让予北京嘉利恒德房地产公司(22.4%)和坦博风险投资公司(13.72%),由此可能预期,湖北车桥很可能向房地产转型。10月12日,主营彩色电视机、数字音响制品的数源科技公告称:控股子公司杭州中兴房地产公司向西湖电子集团购买位于杭州万塘路2号的土地,面积15163平方米,进行中兴智能楼宇开发建设的事项,投资金额应在2亿元左右。也是在10月12日,主营服装的开发设计及来料加工的ST黎明公告称:公司与南湖科技进行资产置换,置入公司的资产也主要位于沈阳高新区和浑南新区的楼房、土地及相关配套资产,金额在4.6亿元左右。在短短几天内,3家公司拟在房地产上投资就在10亿元左右,足见房地产对上市公司的巨大诱惑,而上市公司的投资力度比2000年的网络热潮有过之而无不及。撇开其他不谈,就现象而言,上市公司的这种房地产热,有没有非理性的成分呢?8月份,有关领导就表示目前的房价是虚高,因此为了给持续上涨的房价降温,建设部采取的措施之一是加大经济适用房建设,根据国家下达的计划,年内经济适用房施工面积将达到2.25亿平方米,年度投资规模1700亿元。对于国家的宏观调控及由此带来的风险,上市公司要有足够准备,毕竟1992年全国上下曾有过一轮异常凶狠的地产热,而当时的上市公司也多以地产为主业,但经过多年的拼杀后,只有深万科一家凭规范的运作、高度的专业化获得了成功,多少家当年曾无限风光的老地产股倒下去了,可见,地产这口饭并不好吃。同样因造假闻名的丑星银广厦,因涉及经营中药材、葡萄种植、房地产、二氧化碳超临界萃取装置等项目,盲目扩张,盲目多元化,业绩不能支撑虚高的股价,便弄虚作假,并假戏真做,一掷亿金,竟投资2.8亿元人民币,在安徽芜湖开通在产品产量和价格上均被专家证实不具可能性的超临界萃取的生产线,以示扩大生产姿态,从而引爆惊天业绩大骗局。

近年来,我国许多企业尤其是上市公司追求外延式的成长模式,通过并购实现多元化扩张,其中有的是产业相关多元化,但更多的是无关产业多样化,低水平业务横向拼接。从并购动机的深层次因素考虑,可以说并购是经营者维护和扩大控制权及控制权收益的重要手段。首先,并购有利于提高经营者的显性控制权收益。作为显性控制权收益的经营者报酬的高低及其获得报酬的稳定性在很大程度上取决于公司规模的大小,而并购显然是扩大规模的有效且便捷的手段,通过实施并购,管理层的收入不断上升,对企业资源的控制日益强化。其次,并购有助于经营者实现控制权的政治收益。在中国传统的人生价值评判体系中,“官本位”是一种较为根深蒂固的观念,对于国有企业经营者来说就是“商而优则仕”,政治地位的提高能够给其带来极大的成就感和满足感,从而形成一种有效的激励,他们的控制权收益中的相当一部分就包含了政治收益的成分。在公司经理人员主要由政府任命的条件下,在控股股东和地方政府的行为能够很大程度上影响我国上市公司并购的性质这一制度背景下,经理为确保其“帅位”不失,继续获取控制权收益,必然迎合国有控股股东或政府的意愿。现实中就产生了经营者因追求控制权的政治收益而非公司价值最大化的无效率并购行为。

4.2.2 不分配股利、过分追求规模扩张为特征的过度投资

詹森关于公司经理层报酬结构的研究表明,经理层的报酬是公司规模的递增函数,管理层具有扩大公司规模的动机,从而在公司盈余分配和自由现金流量处置方面,尽可能不分配现金股利,而把这些现金用于扩大企业的规模,甚至投资于净现值小于零的项目,即出现过度投资。因此,在不考虑公司成长阶段等因素时,可以认为公司是否分配股利与有无过度投资行为有着一定的联系。深圳国泰安 CSMAR 数据库统计资料显示,我国上市公司中,在多数年份里分配现金的公司只占上市公司总数的 30% 左右,即使 2001 年监管部门将分配现金股利与再融资一定程度上挂钩以来,

分配现金股利的上市公司的比重有所上升,但是2002年年报资料统计表明,该年度未进行利润分配的公司仍占上市公司总数的45.33%;2003年具备分配能力的950家上市公司中,约350家没有实施现金股利的分配。而近年来,我国上市公司的固定资产投资额总体表现为增长趋势。统计数据显示,在2001年,占有GDP38%的国有企业的固定资产份额为48%,而占有GDP48%的民营企业的固定资产的比重为38%,这一数字充分说明国有企业存在着过度投资。由此可见,国企经理人普遍存在着很强烈的扩大公司规模的动机。为了扩大控制权收益,经理人可以不计后果盲目投资,导致重复建设屡屡发生。

4.2.3　追求任期业绩目标为出发点的投资短视行为

在我国国有企业经理人员主要由政府任命的条件下,经营者在接受一系列业绩、政绩考核后才可能被提拔重用达到更高的职位,而业绩考核往往带有短期性。所以为了提高自己的职业声望,经理就可能急功近利,过分追求短期结果,当面临长期、短期两个项目决策时,自然就会偏好选择盈利快的短期项目,以努力人为增长公司当前业绩,而放弃从长远来说符合企业价值最大化的长期项目。

4.2.4　募集资金未能得到有效配置,委托理财损失惨重

上市公司资本资源利用率低下已成为我国证券市场日益突出的现象。一边是大量的公司再融资,一边是募集资金大量闲置和频频变更募集资金投向。上市公司募集资金未能得到有效配置,存在盲目资本运营、投机现象严重的现状,结果造成上市公司投资活动走入误区。据对115家2001年募资的沪市公司的统计显示,在2002年先后共有71家公司披露募资变更投向的公告,涉及金额总计92.22亿元。而在深市于2001年实施再融资的52家公司中,在2002年不同程度变更募资的同样占相当比重。变更募资投向的现象,进一步带来部分公司难以兑现招股承诺的投资收益,个别公司甚至不履行应有的变更程序等一系列问题。另外我国上市

公司存在的过度投机心理和行为,也可能将一大批上市公司引向灾难。在许多上市公司投资理财获益的带动下,不少上市公司开展委托理财业务,把上市"圈"来的钱用于炒作股票,进行投机。2004 年公布中报的 1153 家上市公司中,有 172 家上市公司进行了委托理财,占所有上市公司的 14.92%,委托理财金额累计 216.65 亿元,平均每家 1.25 亿元。其中,委托理财金额超过 1 亿元的上市公司有 69 家,超过了 3 亿元的有 19 家,这 19 家委托金额达 93.53 亿元,占了近一半。2001 年公布中报的上市公司中,平均每家公司闲置资金(货币资金加短期投资)数额为 3.11 亿元,闲置资金占总资产的比重为 17.96%。进一步的分析表明,有 54 家上市公司的闲置资金占总资产的比重超过50%,共有 10 家上市公司资金闲置数额超过 20 亿元;资金闲置使上市公司承诺的投资难以落实,显著地影响了其投资效率。

刘少波、戴文慧(2004)的研究表明,在 2000 年募股筹资的 322 家公司中,从发行后到 2002 年 6 月末,共有 245 家公司发生募集资金投向变更,变更比例为 76%。其中,首发上市(IPO)公司有变更行为的高达 88.1%,再融资公司的变更比例稍低,但也达 67%。从变更程度上看,无论是 IPO 公司、配股公司还是增发公司,变更程度比较集中的均在 20% ~50% 这一区间,分别占各类公司的 45.2%、50.5% 和 66.6%;变更程度仅次于这一区间的是 51% ~80% 这一区间,上述三类公司的比例分别为 24.6%、22.4% 和 16.7%。这两个变更程度区间的公司之和,分别占上述三类公司的 69.8%、72.9% 和 83.3%。他们的研究还发现 IPO 公司更多地改变资金投向。另有统计表明,2000 年改变募集资企投向的公司约为 120 家,而 2001 年上半年就有 120 多家上市公司宣布改变募集资金投向,其中变更募集资金超过 1 亿元的有 47 家,变更资金额最高的达 7.3 亿元,变更速度最快的是在上市前 3 天(成思危,2002)。

4.2.5 控股股东对投资资金的滥用

Shleifer 和 Vishy(1997)认为:当大股东股权比例超过某一

点、基本上能够充分控制公司决策时,大股东可能更倾向于获取外部少数股东不能分享的私人利益。冯根福(2004)也认为,由于控股股东或大股东掌握着公司的实际控制权,他们的自利天性与机会主义行为可能会导致其寻机运用公司控制权损害中小股东的利益。实践中,大股东获取私人收益的这些方式往往会通过投资资金的滥用来实现,其中主要的表现形式之一就是企业内部的不当关联交易。

关联交易是指上市公司或其附属公司与在本公司直接或间接占有权益、存在利害关系的关联人之间所进行的交易。关联交易的形式包括资产置换、股债权投资、资产转让及供销合同等。从上市公司利益出发、定价公允的正当关联交易对企业自身发展是有利的。与非关联方之间的独立交易相比,关联交易不仅可以降低交易成本,合法避税,还可以避免核心技术和商业机密的外泄。但是,如果关联交易建立在为大股东及其关联方谋利并损害上市公司利益的基础上,则无疑将降低上市公司资金的配置效率。比如,大股东与控股公司或其子公司进行资产转让的交易中,常常发生大股东将上市公司资金转移到控股股东手中,实现控股股东对上市公司资金套用的后果。母公司通过关联交易长期套用控股上市公司资金现象在我国大量存在,就是有力的证明。

4.3　我国上市公司非效率投资行为的成因

目前来看,我国上市公司非效率投资的原因在于不完善的公司治理机制。公司治理是为了解决两权(所有权和经营权)分离下所产生的代理问题而建立的一系列规章、制度,公司治理机制的核心是在分权的前提下实施一系列权力制衡制度,防止管理层背离股东利益,即所谓的公司治理结构。然而,公司治理并不是为制衡而制衡,制衡并不是保证各方利益最大化的最有效

途径，由于各方的利益都体现在公司实体之中，只有理顺各方面的权责关系，才能保证公司的有效运行，公司治理在现阶段的核心是保证公司的科学决策，从而保障公司各方面利益相关者的利益。

从科学决策的视角分析，公司治理结构远远不足于解决公司治理的任何问题，除完善的治理结构外，还需要若干具体超越结构的治理机制，即公司的有效运行和决策科学不仅需要股东大会、股权制衡、董事会和监事会等权力制衡的内部治理机制，而且还需要通过证券市场、产品市场和经理人市场等发挥制约和规范作用的外部治理机制，也就是说公司治理机制是通过一套包括正式或非正式的、内部的或外部的制度或机制来协调公司与所有利害相关者之间的利益关系。公司治理原则应该包括：股东的权力，股东的平等待遇，利益相关者的作用，信息披露与透明度，董事会责任等，以保证公司决策的科学化，从而最终维护公司各方面的利益。

结合我国上市公司的公司治理实际情况，以下原因直接导致了上市公司的非效率投资行为。

4.3.1　董事会与控股股东代表或高级管理人员"同构化"现象突出

董事会是现代公司法人治理结构的核心（Fama 和 Jensen，1983），是公司的最高内部控制机制，有着保护相关者利益和监督管理当局的责任，并且从控制权的行使角度看，董事会对公司控制权的具体行使直接影响着公司的经营计划和投资方案，选择、解雇和奖赏重要的决策代理人，对经理人作出的投资决策进行有效控制。董事会的规模大小和董事会的构成都会影响到内部控制的有效性，从而影响到董事会监督约束功能的发挥。然而与国外股份公司股东与董事会成员的适度分离相反，我国上市公司中的控股股东与董事会成员的联系相当紧密。在国外，董事会成员不一定是公司的股东，董事会成员的选拔具有一系

列的规定和要求，并且，多数是由外部经理人市场中产生；而在我国，上市公司的董事会成员往往是大股东和管理层中的一员，大股东通过派出“自己的人”来维护自己的利益。因此，与国外公司的董事会是全体股东的“代理人”相比，我国上市公司的董事会称作大股东（尤其是绝对控股股东）的“代理人”更加恰当（见第一章）。

在这样的公司治理结构下，上市公司的控制权和绝大部分的剩余索取权都集于控股股东或控股股东的代理人，其他股东无控制权或在董事会占比较小，不足以对公司的投资决策行为实施控制或影响，同时由于投资决策的收益也主要归控股股东所有，其他股东参与重大投资决策和监督的动力也不够，更多的是“搭便车”行为。控股股东出于自身利益的考虑，很可能实施“过度投资”的非效率投资行为，同时在现阶段，部分代理人权钱交易因素的参与，加大了投资项目决策失误的可能性。

因此，这种董事会与控股股东代表、高级经理人员“同构”的治理结构，缺乏权力制衡，往往会导致上市公司非效率投资行为的发生。

4.3.2 独立董事比例、董事长和总经理两职设置状况的不合理

理论分析认为公司董事会成员的构成很重要，董事会的结构（独立董事比例和董事长和总经理两职设置状况等）决定了它的效率。其中独立董事制度能为公司的权益资本和管理雇佣契约提供更为安全的治理措施，拥有更多的独立董事，能加强对大股东、内部董事和管理层的制约，使公司投资规模决策更有效。如 Fama 和 Jensen（1983）认为，与内部董事相比，独立董事是公司管理者更有效的监督者，而且独立董事在经济上独立于控股股东和管理者，能够有效地监督控股股东和管理者。Chung et al.（2003）和 Gugler et al.（2003）指出在董事会的投资决策中独立董事能够发挥重要作用，可利用其专业特长和高度的责任感

遏制企业经理层进行盲目投资。梅丹(2007)认为尽管独立董事不拥有与管理者一样多的经营信息,但是他们可以通过质询管理者和雇佣外部专家确诊企业的投资支出方案是否与公司战略和增长机会相符。独立董事可以监督对投资项目的审议资料中是否都包含有资质机构提供的可行性报告,甚至对投资项目有异议时,可以直接组织适当的中介机构进行评估,从而保证公司投资决策都是经过详细、客观的论证后作出的。

董事长与总经理的人选是否分离反映了公司董事会的独立性和执行层创新自由的空间。委托代理理论的两职分任学说基于监督与控制的视角,主张公司的决策控制权与决策执行权应分开,由总经理执行公司的决策权,而董事会或董事长则负责批准以及监控公司决策的执行。该理论认为两职分任有利于提高董事会的独立性,有利于对高级经理人员实施有效的监控。而两职合一则会降低董事会对高级经理人员监督的有效性,导致总经理的权力膨胀,使其拥有公司的决策执行权同时又拥有公司的决策控制权,易发生代理人的"败德行为"。也就是说如果董事长与总经理两职合一,势必造成董事会监督独立性的丧失,使得董事会在公司的经营决策、投资决策和利润分配等方面缺乏对经理人员的有效约束,并且两职合一显然的逻辑就是总经理自己监督自己。有限理性和自利性的存在,使得总经理不可能实现有效的自我监督,导致公司经理滥用现金流进行过度投资。

4.3.3 治理机制缺乏激励约束力

我国上市公司中的大部分是由原国有企业或其他政府控制的实体重组改制而成,股权模式以国有股为主导,使得上市公司管理层总体上处于改制前的机制,公司高级管理者的产生仍然是原有企业的行政性机制,很多管理者害怕与职工的收入差距太大而被别人非议等原因,不敢拿应该属于自己的收入,经济因素对企业经营者的激励作用大大减弱,加上个别管理者在报酬

问题上大搞灰色收入，导致报酬激励和股权激励的作用不明显。

在这样的背景下，作为我国上市公司的管理层，他们主要是国有股东的“代理人”，在缺乏监督和有效激励的情况下，经营目标从股东价值最大化顺理成章偏离到自身效用最大化。在出现较好的投资机会，但投资机会给管理层带来的剩余收益有限时，管理层也会放弃这些投资机会。从该意义上讲，良好投资机会的丧失还仅仅是一种代理成本。然而，目前国有上市公司片面注重业绩的激励机制，导致上市公司的管理层在投资决策上产生了更大的非理性，即：为了实施上市公司的盈余控制，不惜以牺牲投资为代价，将虚假的投资收入并入公司的财务报告。

4.3.4 外部治理机制的不完善

近年来随着 La Porta et al(1999,2002)等人的研究发现，许多学者把目光转移到公司治理环境对企业的影响上来。外部治理机制的公司控制权其主要作用机理是：当公司因管理不良导致业绩和形象恶化时，股东会抛售或寻机转让公司股票，股价会下跌，公司从证券市场上融资的成本会提高，这时，会有新的投资者通过收购公司股票或收集其他股东的代理权来接管公司的控制权，并调整公司董事会和经理层，整顿公司业务。很明显，接管市场是公司治理的一种最后的强制性制约手段。

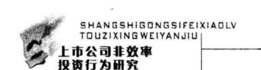
在 20 世纪 80 年代，发达国家尤其是美国掀起的并购浪潮是控制性股东替换不满意的公司高层管理者的主要手段。而到了 90 年代，控制性股东更加倾向于采取参与公司治理一类的温和活动，经理人员也越来越采取与股东尤其是控制性股东合作的态度，在决策时注意倾听股东们的意见。随着少数控制性股东取得了控制地位，公司的治理机制也发生了相应的改变，控制性股东的公司治理更多地诉诸于监督机制的一些方式：直接控制、提交议案、向管理层施加压力、替换管理者，制订或修改公司章程的相关条款(曹廷求，刘呼声；2003)。余颖(2001)也指出股权高度集中下存在绝对控股大股东，由于掌握较多的投票权，控

股大股东在董事选举、经理聘用、企业经营等重大决策事项具有完全的控制权。控股大股东往往通过“选举”和“派出”自己的代理人直接进入董事会，并凭借在董事会中的控制地位，对经理的选取聘用进行操纵和控制，此时从利益集团代理人角度，控股股东、董事会和管理层具有高度的重叠性；即使控股股东不委派自己的人亲自出马参与公司运作管理，控股股东为了自己的利益愿意支付监督成本承担起更多的对经理层监督的任务，为了获得董事会和股东大会的支持，管理层也会作出有利于控股股东的投资行为。

从目前来看，我国的控制权市场并没有形成，这是因为首先我国上市公司管理层多数属于行政任命，即使公司被接管，原上市公司高管人员也会在其他企业再次出任高层的领导；其次虽然我国上市公司股权分置改革已经完成，但实质上上市公司的国有股的控制权转移并不十分容易，影响了接管市场的有效程度；最后我国缺乏成熟的经理人市场，难以从市场上寻求到高水平的职业经理人。

在我国，上市公司最大的债权人一般是国有银行。从世界各国来看，银行对公司的治理主要有两种形式：一种是日本、德国的主银行制，采取相机治理的方式，通过主银行的事前、事中和事后治理来完成监督和控制；另一种是英美等国的“距离型”治理，通过股权市场对公司实施监督。我国目前国有专业银行，既未实行主银行制的治理方式，按照我国的金融法规，又不能直接持有上市公司的股份，再加上我国专业银行正在进行自身的商业化改革，无暇也无力参与公司的治理。

可以看出，无力的外部治理机制减轻了上市公司管理层的决策压力，减少了他们的谨慎程度，导致部分上市公司的管理层在决定投资项目时，出现急功近利的趋向，在未做好投资项目的可行性论证的情况下，仓促上马项目，完成非效率的投资。



5. 自由现金流与企业非效率投资研究

5.1 引言

20 世纪 50 年代,Modigliani 和 Miller 提出 MM 理论,认为企业价值乃至于这个企业所发行的所有证券的市场价值,完全是由于企业的投资决策及由此所决定的获利能力和经营风险所决定的。换言之,决定企业价值的最根本因素是企业的投资决策。这里的所谓投资,主要是指资本投资(资本预算就是对资本投资所进行的规划,其理论与方法是比较完善的,其中净现值 NPV 法被认为是进行投资决策的基本法则)。如果 NPV(投资项目的净现值)等于 0 或者大于 0,则能增加企业价值,可以采纳该投资项目;如果 NPV 小于 0,则不能增加企业价值,甚至会减少企业价值,应放弃该投资项目。

当前,人们一般认为我国上市公司普遍存在过度投资等非效率投资行为,但缺少有关实证证据。我国证券市场本是为国企改革服务的宗旨而建立发展,因此上市公司基本由国有企业改制重组而来,国有企业"内部人控制"问题(青木昌彦,1994)在上市公司中依旧存在。西方学者研究不完美资本市场下的企业投资行为,把企业净财富与其投资活动内在地结合起来,这为研究转轨经济的资本市场(例如中国的资本市场)对企业投资行为的影响提供了一个很好的框架。由于西方学者的研究是从西方国家发达市场经济体制的现实出发的,正处于转轨过程中的中国企业,在其运行过程中一方面面临着与西方国家企业同样

的委托代理问题。例如,一些企业因为内部资金严重不足,投资受到融资约束;一方面无论是国营企业经理还是民营企业经理,都存在扩大企业规模,建立"经理帝国"的倾向。因此,自由现金流同样对我国企业的投资行为具有重要的影响。

另一方面,中国经济也面临着其特有的问题(如投融资制度问题)。例如,中国的资本市场作为一种政策性市场的特征仍然较强,国有企业投资受到政府的非市场性融资安排,银行债务约束软弱,而民营企业融资则面临着"所有制歧视"。上市公司利用证券市场"圈钱" 成风,存在着严重的股权融资偏好,国有股"一股独大",企业资金闲置问题严重,并且频繁变更募集资金投向,投资效率低下。基于此,为了检验上市公司是否存在因股东经理代理问题造成的非效率投资行为,本章根据自由现金流代理成本假说,利用上市公司(A 股)2003 ~2005 年的数据,对企业投资行为进行研究。

5.2 国内外文献回顾

5.2.1 国外文献回顾

目前,西方学者对不完美资本市场下厂商投资行为的一个基本共识是:企业净财富或者说内部资金对企业投资的影响显著。但对于导致这种影响的机制因素有两种不同的解释:一个是融资约束理论,该理论预期与新古典投资理论确定的最优资本存量相比,存在企业投资不足;一个是自由现金流理论,该理论预期,拥有自由现金流的企业存在过度投资问题。

融资约束理论假设经理们是代表现有股东利益行事的,当经理们可以无限制地得到资源时,投资可以达到最佳水平,但当经理们受到内部资金约束时,由于资本市场上的信息不对称、逆向选择问题,外部融资成本往往要高于内部资金成本,企业投资通常低于最佳水平。由于资本市场不完美,内、外源融资不是完

美替代品，相对而言，内源融资具有成本优势。不同企业进入资本市场的难易程度不同，融资约束程度不同。因此，对于融资约束较轻的企业，作为内源资金的企业现金流与投资相关性不大；而对于融资约束程度较重的企业，现金流与投资相关性较大。Myers 和 Majluf(1984)、Myers(1984)发现，信息不对称的存在使外部权益融资成本显著高于内源融资，而过高的融资成本形成的融资约束使一些企业被迫放弃原本好的投资项目而出现投资不足。事实上，由于外部融资市场的投资者缺乏对各个企业投资项目质量的信息，实质上形成了一个“柠檬市场”，外部投资者会要求用市场平均的风险溢酬来补偿信息不对称带来的风险，而这会带来严重的逆向选择问题。较差的企业（投资项目质量差）会积极寻求外部融资，因为相对于他们项目的风险，外部融资成本并不高。而那些拥有好的投资项目的企业则由于赢利水平无法补偿这部分风险溢酬而被挤出了市场。多次博弈之后，市场上只剩不好的企业，对外权益融资也成为了负面的信号。因此信息不对称带来了企业融资的不同层级选择（Pecking Order）：先寻求内部融资，再债务融资，权益融资成为末选。Stiglitz 和 Weiss(1984)对外部债务融资市场的分析也得出了类似的结果。外部融资约束带来的投资不足导致了投资与现金流显著的正相关关系。

Jensen 和 Meckling(1976)、Myers(1977)、Stiglitz 和 Wciss(1981,1983)以及 Myers 和 Majluf(1984)等人均为此作出了重要的理论贡献。对这一理论解释的实证检验开始于 FHP(1988)的贡献，他们使用 421 家美国制造业企业(1970～1984)数据，以股利支付水平作为融资约束的指标分组，回归结果发现不同股利支付水平的组具有不同的投资水平，而低股利的组（代表对外融资有困难）表现出最强烈的投资现金流敏感度，这一结论支持融资约束假说。

之后的研究大都以 FHP 的研究为基础。Fazzari 和 Peterson

(1993)对营运资本的研究、Himmelberg 和 Peterson(1994)对小企业研发费用支出的研究也得出了类似的结论。另一篇重要的实证文献来自于 Hoshi、Kashyap 和 Scharfstein(1991),他们以日本上市公司为样本,按是否属于六大工业集团(keiretsu)分组,由于属于大工业集团的企业较容易获得外部融资,因此融资约束较小,他们的研究发现这类企业的确表现出较不明显的投资与现金流敏感度,这符合融约束假说的解释,他们的结论也得到 Hadlock(1998)的支持。Schaller(1993)研究了 212 家加拿大制造企业(1973~1986)数据,发现年轻、独立、股权分散等融资约束严重的企业的投资对于现金流较敏感。Chapman et al.(1996)使用58家澳大利亚企业(1974~1990)数据,也得出了投资现金流相关性与融资约束程度正相关的结论。Devereux 和 Schiarelli(1990)、Kashyap 和 Scharfstein(1991)等人实证检验了企业内部资金的可获得性与投资之间具有强的正相关关系,并将这种投资对现金流的敏感性作为资本市场上融资约束所导致的投资不足的证据。

上述研究说明,由于企业投资所使用的内外源融资在成本上有差别,投资行为因融资约束程度不同而发生变化。当融资约束程度较轻时,企业投资与内源现金流相关性较低;当融资约束程度较重时,投资与现金流相关性较高。需要指出的是,投资现金流相关性表现出如此特点需要一个前提:企业投资行为的出发点是股东价值最大化。

然而,大量的研究表明,企业的经理们追求其私人目标,这些目标与外部股东的目标并不一致,当公司具有正自由现金流量时,管理者就有动机滥用现金,与投资直接相关的是经理们的建立"经理帝国"倾向的这种代理问题,即经理们为了寻求高于市场水平的薪金和津贴,有着扩大企业规模的冲动。Berle 和 Means(1932)首先提出了所有权与经营权分离导致了股东与经理之间利益不一致。Jensen 和 Meckling(1976)认为经理努力经

营的成果由股东和经理双方分享,而成本却由经理单独承担,这势必降低经理的努力水平,表现在投资上,经理选择有利于自己而有损于股东利益的项目进行过度投资。Jensen(1986)在《美国经济评论》上发表文章《自由现金流量的代理成本、公司财务与收购》,提出了自由现金流理论。按照 Jensen 的定义,所谓自由现金流(free cash flow,FCF)是指"企业支付完所有按相关资本成本进行折现 NPV>0 的项目的现金流后所剩下的现金流量"。自由现金流的代理问题就是"如何让管理者交出这部分现金而不是将其投资于收益低于资本成本的项目或组织之上"。即当企业拥有过多的自由现金流时,帝国建立的偏好使经理们将剩余资金投资到能够扩大企业规模的非赢利项目,这导致企业投资过度问题。Jensen 还将自由现金流定义为超过所有净现值为正的投资项目所需资金的那部分闲置资金。也就是说,如果能够将资金留在企业中,而不是将它们发放给股东,经理们宁可低效率地利用"自由现金流"进行投资。FCF 理论就公司在充裕的自由现金流的情况下凸现的代理问题,提出了两种依靠外部资本市场的解决办法:负债和并购。首先,Jensen 认为,负债能产生"控制效应",也就是说,除了获得税盾收益之外,企业通过举债引入了债权人的监督,这在一定程度上增强了对管理者的约束能力,使管理层不那么容易将资金耗费在低效率项目上。其次,Jensen 认为:"并购既是股东与管理层利益冲突的证据,也是该冲突的一种解决办法。"Jaggi 和 Gul(1999)检验了负债的自由现金流效应。他们认为,当公司缺乏投资机会时,高自由现金流公司应使用较多的负债来降低代理成本;同时,小公司所有权与经营权分离有限,较容易控制管理层的行为,且借债能力较弱,比较而言,大公司更需要一个强有力的控制机制。他们得出的实证结果与假设一致:投资机会极缺乏的公司自由现金流与负债存在显著的正相关关系,大公司具有更强的解释力,即负债与自由现金流的正相关关系更显著。

Hart(1995)认为经理有强烈的建造“企业帝国”的愿望。的确,研究表明经理私人收益是企业规模的增函数,大公司经理的收益远高于小公司经理(Conyon 和 Murphy,2000)。目标的偏离使经理倾向于耗尽企业自由现金流进行过度投资以追求企业规模增长从而最大化私人利益,代理关系所导致的非效率投资行为造成了企业投资现金流之间的相关性。

自由现金流量一直没有严格的定义,并且名称众多,有袭击者现金流量(raiders cash flow)、超额现金流量(surplus cash flow)、多余现金流量(excess cash flow)、可分配现金流量(distributable cash flow)、可自由使用的现金流量(disposable cash flow)等等。至今对自由现金流量的内涵定义存在着各种表达。但对于自由现金流量的直观理解就是企业在经营活动中所产生的、管理者拥有任意支配权的那部分现金流量,自由现金流量名称中的“自由”二字,就是强调了自由现金流量使用的自由度:它可以用来承接项目,可以用于支付股利,也可以保留为闲置的货币资金。但正因为这种“自由”,管理者就有了一个很大的现金缓冲器来应付可能出现的失误,于是就没有约束机制来保证他们在项目投资或经营管理上是有效的、是以企业价值最大化为决策目标的。尽管很难找到一个代表自由现金流的指标。但Blanchard、Lopez-de-Silancs 和 Shleifer(1994,考察企业经理对来自打官司的现金则产的投向)发现,当公司获得大笔的官司赔偿时往往会把这些巨资用于增加新的投资,这种现象与 FCF 理论相吻合。

Shleifer 和 Vishny(1997,考察在兼并发生后公司股价的变动)、Land、Ofek 和 Stulz(1996)以及 Lamont(1997,考察企业一个部门的投资对来自另一个不相关部门的冲击如何反应)等人从不同角度实证检验了过度投资假说。

Devereux 和 Schiantarelli(1990)研究发现,企业规模越大,现金流与企业投资的敏感性越大,其原因在于大公司具有更分散

的所有权结构，因此代理问题更加严重。Strong 和 Meyer(1990)发现剩余现金流(residual cash flow)与任意投资呈显著正相关关系，且股票市场对企业任意投资公告进行负面评价，表明市场认为经理将现金流用于负 NPV 的项目，从而证明了代理问题导致的过度投资行为。

Vogt(1994)使用美国制造业企业数据研究了投资与现金流之间关系，发现经理使用企业自由现金流进行过度投资导致二者的相关性。

Mark 和 Clifford(1995)将现金流分为预期部分与未预期部分，研究发现未预期部分更多地被经理用于负净现值项目投资；而且，托宾 Q 值低的企业现金流与投资支出显著正相关。

Harford(1997,1999)分析了有自由现金流的公司更有可能花费富余资金进行多元化并购活动，但往往这些并购侵蚀了公司价值。

Shleifer(1994)、James W. Mahar Jr(1998)用截面数据和时间序列数据证明：高自由现金流的公司在并购等方面的投资显著高于其他同类公司。

Hubbard(1999)的实证检验结论是企业的投资支出与现金流的大小呈正相关关系。

Opler(1999)证明那些有大量现金(通过资产负债表了解货币资金的信息)，但缺乏投资机会的公司资本支出和并购支出较高。

Alti(2001)新古典经济学框架下建立了现金流与企业价值模型，发现平均托宾 Q 值越低，企业越有可能投资负的净现值项目，说明了代理问题越严重企业越容易进行过度投资，现金流与投资支出显著正相关。

Lamont(1997)、Berger 和 Hann(2003)论证了现金充裕公司的多元化投资带来了较差的业绩表现。

Titman、Wei 和 Xie(2004)以及 Fairfield、Whisenant 和 Yohn

(2003)的结论表明,高现金流公司的过度投资行为使其股价回报较低。

Scott Richardson(2005)运用会计学方法研究了自由现金流带来的过度投资问题,其结果与 FCF 理论一致,即自由现金流高的企业往往存在过度投资的现象。同时,他还进一步检验了公司内部治理结构与自由现金流导致的过度投资之间的关系,当存在积极参与管理的股东时,公司的自由现金流代理成本将减少。二是对自由现金流与过度投资回报关系的研究。

Degryse 和 Jong(2006)对荷兰上市公司进行了实证研究,发现低成长机会的公司具有更大的正投资—现金流敏感性,由于自由现金流量更可能引致管理层投资过度。

与上述结果相反,Hoshi、Kashyap 和 Scharfstein(1990)、Oliner 和 Rudebusch(1992)及 Carpenter(1993)等人的研究却认为缺乏自由现金流量假说的证据。例如,Oliner 等人研究发现内部人持股、所有权结构(代理成本变量)并不能解释现金流与企业投资支出的正相关关系;而 Carpenter 集中研究债务融资,债务结构和投资支出的关系来检验自由现金流量理论,研究发现增加负债提高杠杆率的企业投资支出明显增加,这与自由现金流量理论不符。

但是,Stein(2003)认为,投资不足和过度投资或者融资约束理论与自现金流理论不是互相排斥的,它们根据企业的不同特征都能解释为什么企业投资对企业净财富或者说内部资金是敏感的。他们建立的模型预测在一些情形下(当现金流相对于投资机会比期望的更高时)产生事后的过度投资,而在另一些情形下产生事后的投资不足。Stein(2003)的观点得到 Vogt(1994,1997)、Kock 和 Shenory(1999)、Miguel 和 Pindado(2001)以及 Morgado 和 Pindado(2003)等人的赞同。Miguel 和 Pindado(2001)将自由现金流定义为企业现金流与其投资机会的比值,自由现金流低(低于样本均值)的企业被认为是具有投资不足倾

向,而自由现金流高(高于样本均值)的企业被认为是具有过度投资倾向。他们验证了这两类企业的投资对现金流都是敏感的。Morgado 和 Pindado(2003)以 1990 ~ 1999 年间西班牙非金融公司为研究样本,研究了公司价值和投资的关系。研究结果表明,公司最优投资水平是存在的。当企业的投资水平大于最佳投资水平时,由于信息不对称,公司股东与管理者的利益不一致,管理者会挥霍自由现金流最大化其利益,而不是将自由现金流支付给股东,企业将实施净现值为负的项目,发生过度投资问题;与此相反,如果企业的投资水平小于最佳投资水平,企业存在融资约束,这种融资约束是由于股东与债券人之间的利益冲突或者现有股东与潜在股东的利益冲突要求较高回报所导致的,并且信息不对称增加了外部融资的成本,将导致企业放弃净现值为正的项目,发生投资不足。

5.2.2 国内文献回顾

我国学者周立(2002)将委托代理理论与公司财务理论交叉研究,选择效益一直很好的白酒行业为调查对象,在描述统计基础上发现,1998 ~2000 年白酒行业效益稳定但发展缓慢,自由现金流充裕,上市公司广泛投资其他行业,并由此推断白酒行业企业存在自由现金流代理问题。此项研究揭示了中国上市公司可能存在投资过度和浪费经济资源的现象,但是对应投资过度的自由现金流代理问题存在与否的验证需要更加严谨的推理和统计检验。

姜秀珍、全林、陈俊芳(2003)研究结果表明大规模公司与小规模公司的投资都对现金流量存在敏感性,但大规模公司的敏感性要高于小规模公司,大规模公司对当前现金流量与投资机会都很敏感并且通过进一步的动因检验,发现大规模公司投资对现金流量敏感性的主导动因源于信息不对称理论,小规模公司则只对现金流量敏感,对于投资机会并不敏感,它的主导动因源于自由现金流量的代理成本理论。

陈舒予(2004)选取1999~2002年在沪深交易所交易的A股上市公司为样本,对投资现金流敏感度问题进行实证研究。研究认为:(1)中国上市公司广泛存在投资与现金流的高敏感度问题,而且具有低投资机会高可支配现金流和高投资机会低可支配现金流的公司表现得更为强烈。但原因不同,前者源于自由现金流量的代理成本,后者无明确结论,但倾向于融资约束的解释。(2)在可能面临投资资金不足时,第一大股东为国家股的上市公司有较强的对外融资能力,融资约束问题较小。(3)在可能面临投资资金不足时,第一大股东为法人股的公司最可能面临融资。研究说明,中国上市公司同时存在着自由现金流量的代理成本导致的投资过度与融资约束导致的投资不足问题。处于衰退行业上市公司(缺乏良好的投资机会),由于自由现金流量的存在,过度投资现象最为严重。

刘昌国(2005)从自由现金流量的角度研究了上市公司的过度投资行为,研究表明我国上市公司较大程度地存在自由现金流量的过度投资行为。

李辰、张翼(2005)通过建立投资—现金流敏感性的实证模型,并利用1998~2001年中国上市公司的数据进行分析。研究发现在地方政府或一般国企控制的公司存在显著的自由现金流代理问题,而在中央部委、境内非国有法人以及自然人最终控制的公司中并没有发现自由现金流代理问题。相反,在境内非国有法人控制的公司中可能存在由信息不对称导致的融资约束问题。研究的主要结果支持了自由现金流假说。

张中华、王治(2006)在一个综合模型框架下分析了内部现金流对企业投资行为的影响,并利用我国上市公司1998~2004年的财务数据,实证检验了这种影响。研究发现:(1)投资不足和过度投资或者融资约束理论与自由现金流理论并不是互相排斥的,它们根据企业的不同特征(权重f的大小或自由现金流的高低)都能解释为什么企业投资对企业净财富或者说内部资金

流是敏感的。当企业自由现金流较低时,企业表现为投资不足,企业投资对内部现金流是敏感的;当企业自由现金流较高时,企业表现为过度投资,企业投资对内部现金流仍然是敏感的。对于非市场化融资行为,投资对内部现金流不敏感,企业具有过度投资倾向。此外,无论是投资不足还是过度投资,企业投资对现金流的敏感性随企业净财富(内部现金流)的增加而增加,并且只要企业内部现金流高于一个很低的临界值,投资对现金流的敏感性随融资约束程度的提高而提高。(2)总体而言,我国企业投资行为对内部现金流是敏感的,这表明资本市场的不完美性、信息不对称对我国企业投资行为具有重要影响。(3)当企业自由现金流较低时,非国有控股企业表现为投资不足,企业投资对内部现金流是敏感的,而国有控制股企业投资对内部现金流不敏感;当企业自由现金流较高时,国有控股企业和非国有控股企业都表现为过度投资,两类企业投资对内部现金流都是敏感的。此外,无论是投资不足还是过度投资,非国有控股企业投资对现金流的敏感性要大于国有控股企业投资对现金流的敏感性。(4)由于国有控股企业受到政府非市场化的融资安排,融资成本对国有控股企业投资行为的影响较小,相对投资不足行为,国有控股企业的投资过度行为更为显著;而非国有控股企业的这两种行为均较为显著。

唐雪松、郭建强(2007)基于自由现金流代理成本假说,利用我国上市公司(A 股)制造业 1998 ~ 2003 年数据对上市公司投资行为进行实证研究。研究结果表明:(1)经理持股比例越低,代理问题越严重,投资现金流相关性越高。(2)企业融资约束程度越轻,代理问题越严重,投资现金流相关性越高,经理越容易建造“企业帝国”。具体表现为:国家股比例越高,投资现金流相关性越高;净资产税后利润率越高,投资现金流相关性越高;企业规模越大,投资现金流相关性越高。

胡建平、干胜道(2007)构建了一个主要包括成长机会和融

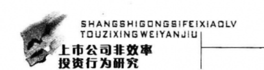
资约束因素的投资预期模型，利用此模型的拟合值和残差设计了一个直接度量自由现金流量和过度投资构成的框架。通过对2006年我国制造业63家上市公司的截面数据分析，发现过度投资与自由现金流量显著正相关，而且自由现金流量为正的公司更可能发生过度投资，支持了代理成本理论。

5.3 理论分析与研究假设

5.3.1 研究假设

"自由现金流量假说"的研究聚焦于企业现金流量的代理成本问题(Jensen,1986)。它认为在企业缺乏成长机会的情况下，如果来自现有资产的现金流量超过了适度投资水平，管理者利用自由现金流量进行过度投资的潜在可能性增大。由于自由现金流量代表了企业在经营活动中所产生的、经营者拥有任意支配权的那部分现金流量，在企业目标为企业价值最大化时，企业经营者应选择那些NPV大于0、可以增加企业价值的项目，运用自由现金流量进行投资。但在经营者追求自身价值的实现而非企业价值最大化、同时公司又拥有自由现金流量的时候，会导致企业非效率投资。所以管理者的规模扩张战略通常会为自身带来如下效用:第一，企业的扩张不仅扩大管理者手中的权力，同时常伴随着经理人报酬的提高;第二，一些企业用职位提升而非年终奖金的形式来激励中层管理人员，也使得企业必须不断扩张;第三，管理者为确保其就业安全性，会通过扩大公司规模、多样化经营、收购与核心业务无关的资产，来降低其"就业风险"。由此可见，股东和管理者的利益冲突会表现在自由现金流量的支配上，随自由现金流量的增加愈演愈烈。这是因为:

首先，因为如果对经营者没有有力的约束机制，高自由现金流量就意味着经营者有了一个很大的现金缓冲器来应付可能出现的失误，此时就不能保证经营者在投资项目选择或经营管理



上是有效的、是以企业价值最大化为决策目标的，经营者可能会将自由现金流量投资于那些 NPV 小于 0 的项目。

其次，经营者如果为实现自身价值，也许会去追求企业规模最大化而非企业价值最大化。因为企业规模越大，在其他因素不变的情况下，经营者的地位就越稳固，报酬也越高，所以经营者可能此时会滥用自由现金流量，过度投资，使企业规模超过最优规模，即经理有积极性促使其公司增长超过其最优规模。这样，由于其控制下的资源的增加促使经理权力的增加。这也同经理补偿的增加关联起来，因为补偿的变化同公司规模正相关(Murphy,1985)。公司奖励中层经理通过提职而非年度奖金的倾向，也产生了强烈的组织增长倾向，以便为提职激励制度提供新的职位(Baker,1988)。

最后，对股东的支付减少了经理控制下的资源，因而减少了经理的权力，并且当公司必须获得新资本时更易招致资本市场的监控(F. H. Easterbrook,1984)。项目内部融资避免了这一监控，同时也回避了可能出现的融资失败或高成本的融资。在公司财务的教科书中对于项目融资的途径，讲述的原则是内部融资优于外部融资(Brealy 和 Myers,1996)。

正如 Carpenter(1995)研究所发现，具有高自由现金流但低发展前景(低 Tobin Q)的公司存在更严重的代理成本问题。由于缺乏正净现值的投资机会，这类公司的管理者更可能挥霍企业的自由现金流量于无效的资本性支出以追求货币性和非货币性收益的最大化，高代理成本导致了过度投资。

因此，我们提出：

假设 1a：自由现金流量与企业投资支出显著正相关。

假设 1b：自由现金流量为正的公司与企业投资支出相关性更大。

现代公司制是以企业所有权和控制权相分离为基础，以委托代理关系为纽带，以公司治理机制为保障的一种制度安排。

在这种制度安排下，由于代理人的收益不直接与委托人的股权收益相联系或联系很少，从而引致所有者与管理者的目标存在分歧，尤其是当公司存在自由现金流量时，管理者的机会主义行为会更加严重。为了保证代理人的利益目标与委托人的目标趋于一致，股东必然会设计一系列的公司治理机制对代理人行为进行监督。董事负有代表股东利益去监控管理者的信托责任，特别是董事会中的独立董事将在监控管理者时发挥重要作用。独立董事比例在很大程度上反映了董事会的独立性特征，有观点认为独立董事制度为公司的权益资本和管理雇佣契约提供了更为安全的治理措施。Chung et al(2003)和 Gugler et al(2003)认为独立董事在董事会的投资决策会议中发挥着重要作用，他们能够利用其专业特长和高度的责任感遏制企业高层管理人员的盲目投资行为。由此可见，独立董事监督是影响企业投资决策行为的一种行之有效的治理机制。于是，我们提出：

假设 2：自由现金流量的过度投资水平与董事会中的独立董事比例负相关。

5.3.2　样本选择与数据来源

5.3.2.1　数据来源

本章所有样本的有关资料和财务数据主要来源于国泰安信息技术有限公司开发的《中国上市公司财务数据库查询系统》(CSMAR-2006)。在考察控股股东持股比例和股权性质(按最终控制人区分)时，发现数据库中的数据存在不一致的地方和部分股权性质数据缺失，本文通过中国上市公司网站(www.cnlist.com)、巨潮资讯(www.cnicfo.com)和万得(Wind)咨询系统对部分不一致的地方和缺失数据进行逐一修正和补充，数据的补充和修正原则是：通过公司年报和上述网站进行追溯调整(特别是股权性质数据，CSMAR 系统只有 2003 年以后的数据)。本文所有数据利用 Excel 和 Stata10.0 等数据分析软件完成计算和分析过程。其中，Excel 分析工具主要执行数据采



集、整理、筛选和排序等功能；Shata10.0 分析工具主要执行数据样本的相关性分析和回归检验。

5.3.2.2 样本选择

本章所采用的实际样本跨越 2003 年到 2005 年度。为保证样本的有效性，消除异常样本对研究结论的影响，对样本做了如下处理：(1)由于金融业上市公司的财务特征与其他类型的公司差异很大，本文选择国内非金融类上市公司 2003～2006 年的财务数据为原始研究样本。(2)剔除 2003～2006 年间被 ST 和 PT 的公司，这些公司或者财务异常，或者连续亏损两年以上，如果将这些公司纳入样本将极大地影响结论的可靠性和一致性。(3)考虑到研究样本的一致性，剔除了除发行 A 股外还发行 B 股和 H 股的上市公司，因为 A、B、H 股的价值不同，而且缺乏相关资料将他们转换为可比较的同一价值基础。(4)为保证公司投资行为的可持续性，剔除了 2003～2006 年间第一大股东发生变更的上市公司，剔除了 2003～2006 年间变更主营业务以及进行过重大资产重组的公司。(5)通过查阅公司年报和网上资料对数据库中数据不全的公司进行补充后，仍然发现一些上市公司的部分指标数据难以补缺，为了保证研究资料的一致性，故将这些数据缺省公司予以剔除。(6)剔除了净资产为负的上市公司。

5.3.3 变量定义

5.3.3.1 被解释变量

本章研究的被解释变量为企业的投资支出，采用公司长期实物投资支出与资本存量的比例衡量，即本期实物净投资/期初资本存量作为被解释变量来衡量企业的投资支出。对于企业实物投资支出的度量，国外学者主要采用了以下三种方法：(1)投资支出=(本期固定资产净值-上期固定资产净值)/上期固定资产净值或期初资本存量(Vogt,1994)；(2)投资支出=厂房、设备投资数额/期初资本存量(Vogt,1994；Kaplan 和 Zingales,1997)；

(3)投资支出=固定资本存量重置价值增加额/本期固定资本存量重置价值。国内学者在借鉴西方已有研究成果的基础上,形成了我国研究企业投资支出的度量指标。概括起来主要有三类度量方法:一是投资支出=本期固定资产原价、工程物资与在建工程三项之和的增加值/上期固定资产净值(魏锋、刘星,2004;郝颖、刘星,2005);二是投资支出=(本期固定资产净值-上期固定资产净值+本期累计折旧)/上期固定资产净值(李胜楠、牛建波,2005;郭丽虹,2004);三是投资支出=本期固定资产、长期投资及在建工程增加值/上期总资产(冯巍,1999;童盼、陆正飞,2005)。本文采用与 Vogt(1994)、冯巍(1999)和童盼、陆正飞(2005)基本一致的度量方法。

用公式表示为:

$$I_{i,t}=\frac{\Delta I_{i,t}}{K_{i,t-1}}$$

其中:$\Delta I_{i,t}$=固定资产、在建工程和工程物资的年度变化值。

资本存量 $K_{i,t-1}$=年初资产值。

5.3.3.2 解释变量的选择

本研究的解释变量为企业的自由现金流量。自詹森(Jensen,1986)提出自由现金流量的概念以来,围绕自由现金流量的研究愈来愈多。根据 Jensen(1986)自由现金流假说的定义——企业支付完所有按相关资本成本进行折现 NPV>0 的项目后所剩下的现金流量来准确度量自由现金流实属困难,这是因为 NPV>0 后的项目所需的现金流量不能为外界所知。为此,国外的相关研究大多借用会计意义上的自由现金流来间接测度(McLaughlin et al,1996;Freund et al,2003),即“折旧前经营收入减去税减去债务利息减去优先股股利减去普通股股利”。而根据 Miguel 和 Pindado(2001)的观点,将自由现金流(FCF)定义为企业现金流(CF)与其投资机会(Q)的比值,即 FCF=CF * 1/Q。

实践中也有许多学者运用以下这两种计量方法:



方法一为:自由现金流量=息税前利润+折旧-资本性支出总额。

方法二为:自由现金流量=经营现金净流量-资本性支出总额。

但是上述两种方法都存在一定的局限性:方法一以息税前利润加折旧作为企业现金流入的有效替代指标值得质疑;另外,以资本支出总额作为满足企业持续经营能力所需的必要现金支付,通常会低估管理者控制的自由现金流量。方法二虽然用经营现金净流量代替息税前利润与折旧之和,解决了替代指标的有效性问题,但是自由现金流量的低估现象仍没有消除。

根据 Lehn(1989)和 Lang 等人(1991)提出的自由现金流总量及相对强度的计算得到了广泛应用。计算公式如下:

$FCF = INC_2 - TAX - INTEXP - PREDIV - ORDIV$

这里 INC_2 为扣除折旧前的经营活动现金流量净额(尚未扣除税赋与利息),TAX 为企业所承担的所有税赋,INTEXP 为所有长期和短期债务所需支付的利息,PREDIV 为优先股股利,ORDIV 为普通股股利。

他们所设计的这一计算方法的依据是 FCF 应为企业税后现金流中没有作为利息或者股利发放的部分,也可以说是满足股东和债权人的回报要求后的剩余,这些需求背看作是"必要支出"。在满足这些必要支出后,所余下部分即为非必要部分,具备自由性质而可被管理者自由使用。从实际情况来看也确实如此,这部分现金的使用具有相当大的随意性,管理者通常有很大权力来决定这部分现金的用途。他们的这一方法被提出后,因为其合理性和可操作性,逐渐成为 FCF 的标准计算公式。在以 FCF 为主题的重要研究中,基本都采用了这一方法,例如 Lang(1991)、Howe(1992)、Doukas(1995)、Szewczyk(1996)和 Ferdinand(2001)等。

本文也参考使用该方法,并除以总资产进行标准化处理。

5.3.3.3 控制变量

诸多文献表明,影响投资的因素很多,Q 模型认为公司的市场价值决定了其资本的支出,Tobin′Q 与投资成正相关关系。加速模型认为,企业的产出是决定投资水平的关键因素。因此我们在模型中分别引入期初的 Tobin′Q 和主营业务收入增加值作为控制变量。

(1)投资增长机会(托宾 Q)。

投资增长机会(Tobin′Q)是市场对企业收益的估价,是企业成长性及绩效的表现。企业的成长性越强,投资机会越大,则企业的投资需求越强,投资支出也就越大。Chirinko(1993)指出,尽管有资本市场摩擦的影响,Tobin′Q 仍是公司投资决策的前瞻性变量,能够反映实物投资的盈利机会。

本文采用 Smith 和 Watts(1992)的方法,用公司权益市场价值与负债面值之和除以公司总资产账面价值衡量 Tobin′Q 值。与发达市场经济国家的资本市场不一样,我国股票市场存在流通股和非流通股的分割问题。在二元股权结构中,非流通股的非市场交易性使公司价值 Q 的计算必然面临非流通股的单独估价。国内研究关于托宾 Q 值的计算方法主要有两种,其差异集中表现在非流通股的估价上,一种方法认为由于非流通股转让定价普遍以每股净资产为标准,因此使用每股净资产作为非流通股市场价格的估计量是合理的(李志文,2003;汪辉,2003;江伟,2004)。另一种方法认为我国部分上市公司的非流通国有股和法人股在市场公开交易时,出现了约为 20% ~30% 的折扣,因此把非流通国有股和法人股的价格以流通股的价格分别作 20% 和 30% 的折价估算是合理的(Chen 和 Xiong,2002;张红军,2000;白重恩等,2005)。本文采用第一种方法。即公司权益市场价值用年末收盘价乘以流通股数量加上每股净资产乘以同年非流通股数量来计算。因此具体计算式为:

$$Q=\frac{\text{流通股股数}\times\text{每股股价}+\text{非通股股数}\times\text{每股净资产}+\text{负债账面价值}}{\text{总资产}}$$

(2)销售额增加值(ΔS)。

加速器投资(Accelerator Model)理论认为,企业的销售额或产出是决定投资水平的关键因素,销售额或产出的变动引起资本支出的变动,公司销售额的增加,公司有扩大生产的需求,因此销售额的变动影响到公司的投资支出。Chenery(1952)和Koyck(1954)后来提出的弹性加速数模型,为广泛的经验研究所证实。产量增长反映着当前短期投资机会。在激烈的市场竞争中,产量增长表明销售增加及未来的增长潜力,企业需为此增加投资支出。因此本文在模型中引入公司销售额变动作为控制变量。

本书以公司第 t 期主营业务收入净额与第 t-1 期主营业务收入的差来计量。用公式表示为:

$$\Delta S = S_{i,t} - S_{i,t-1} \tag{3}$$

其中:$S_{i,t}$为 i 公司第 t 期主营业务收入净额;$S_{i,t-1}$为 i 公司第 t-1 期主营业务收入净额

5.3.4 研究模型设计

从国外对企业投资问题的研究来看,传统的投资模型主要涉及新古典模型、销售收入加速模型和托宾 Q 模型等。为检验自由现金流量是否是我国上市公司过度投资行为的重要影响因素,对于假设 1,我们建立如下模型:

$$I_{it} = \beta_0 + \beta_1 Q_{i,t-1} + \beta_2 \frac{S_{i,t} - S_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{FCF_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \tag{1}$$

$$I_{it} = \beta_0 + \beta_1 Q_{i,t-1} + \beta_2 \frac{S_{i,t} - S_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{FCF_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \beta_4 \frac{FCF_{i,t}}{A_{i,t-1}} \times Posf_i + \varepsilon_{i,t} \tag{2}$$

其中,I_{it}为 i 公司第 t 期的投资支出;$FCF_{i,t}$为 i 公司第 t 期的自由现金流量;$Posf_i$ 为虚拟变量,如果 $FCF_{i,t} \geq 0$,则 $Posf_i = 1$,如果 $FCF_{i,t} < 0$,则 $Posf_i = 0$;β_0 表示截矩项,β_1、β_2、β_3 和 β_4 表示估计参数,$\varepsilon_{i,t}$为误差项。为了控制由于企业规模的差异所带来的

异质性影响，所有的变量都以期初资产的账面价值标准化。

为检验公司治理机制对自由现金流量的企业投资支出的影响，对于假设2，我们建立如下模型：

$$I_{it}=\beta_0+\beta_1 Q_{i,t-1}+\beta_2\frac{S_{i,t}-S_{i,t-1}}{A_{i,t-1}}+\beta_3\frac{FCF_{i,t}}{A_{i,t-1}}+\beta_4 Dir_{i,t}+\varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$I_{it}=\beta_0+\beta_1 Q_{i,t-1}+\beta_2\frac{S_{i,t}-S_{i,t-1}}{A_{i,t-1}}+\beta_3\frac{FCF_{i,t}}{A_{i,t-1}}+\beta_4 Dir_{i,t}+\beta_5 Dir_{i,t}\times\frac{FCF}{A_{i,t-}} \quad (4)$$

其中：Dir为独立董事占董事会的比率。其他变量同上。

5.4 研究结果与分析

5.4.1 样本的描述性统计

样本的描述性统计如表5-1：

表5-1　　样本描述性统计表

变量	I_{it}	$S_t-S_{t-1}/A_{i,t-1}$	Tobin Qt-1	FCF	Dir
N	446	446	446	446	446
2003年					
Mean	0.0808	0.1609	1.4	0.0231	0.2365
Median	0.028	0.0809	1.3095	0.0255	0.2222
Std. Deviation	0.2953	0.4306	0.3454	0.1214	0.0781
Minimum	-0.3174	-0.8791	0.9191	-1.3058	0.0000
Maximum	4.9406	5.9599	3.1859	0.5620	0.6667
2004年					
Mean	0.0552	0.1460	1.2661	0.0347	0.3249
Median	0.0248	0.091	1.1933	0.0339	0.3333
Std. Deviation	0.1344	0.3399	0.2828	0.0968	0.0587

变量	I_{it}	S_t-S_{t-1}/$A_{i,t-1}$	Tobin Qt-1	FCF	Dir
Minimum	-0.3039	-2.9705	0.9388	-0.5	0.0000
Maximum	1.9872	3.0552	3.5599	0.6194	0.5714
2005 年					
Mean	0.0394	0.0896	1.1659	0.0349	0.3386
Median	0.0139	0.0662	1.1038	0.0341	0.3333
Std. Deviation	0.1378	0.2641	0.237	0.0803	0.0490
Minimum	-0.3898	-0.8318	0.8652	-0.4131	0.0000
Maximum	1.523	3.2656	3.1009	0.4085	0.6000

5.4.2 假设 1 的实证检验

假设 1a 的实证结果如表 5-2a,由表中结果可知,上市公司投资支出与主营业务收入增加值正相关,符合加速理论,并且 2004 年和 2005 年在 99% 以上的置信水平下显著。上市公司投资支出与代表企业未来成长机会的托宾 Q 值正相关,但仅在 2004 年显著。自由现金流量的系数 2003 ~ 2005 年分别为 0.721、0.373 和 0.169,并且 2003 年和 2004 年都在 99% 以上的置信水平下显著,2005 年在 90% 以上的置信水平下显著,说明我国上市公司的自由现金流量与投资支出显著正相关。由此,验证假设 1a。

假设 1b 的实证结果如表 5-2b,由于模型中加入了交叉项,我们对各变量做了多重共线性检验,在表右侧对解释变量的共线性进行了诊断。其中容许度为每个自变量作为因变量对其他自变量进行回归分析时得到的残差比例,大小用 1 减判定系数来表示,该指标越小,共线性问题越严重。本研究结果中各变量的容许度都较大,而方差膨胀因子也都比较小,检验结果说明进入模型的各变量之间不存在多重共线性。

并且由表中结果可知,自由现金流量的斜率系数发生了显

著正向变化,进一步表明,自由现金流量的为正的公司更容易发生过度投资行为。由此,验证假设1b。

表 5-2a　　　自由现金流与企业投资支出回归结果一览表

变量＼年度	2003年		2004年		2005年	
	系数	t	系数	t	系数	t
(constant)	0.0216	0.384	-0.0128	-0.467	0.0169	0.522
$S_t-S_{t-1}/A_{i,t-1}$	0.018	0.572	0.0772	4.728***	0.103	4.093***
Tobin' q_{t-1}	0.0283	0.726	0.0346	1.645*	0.0109	0.687
$FCF/A_{i,t-1}$	0.721	6.477***	0.373	5.694***	0.169	2.205*
R^2	0.091		0.141		0.041	
Adj. R^2	0.085		0.135		0.034	
F	14.714		24.182		6.220	
Sig. F	0.000		0.000		0.000	
N	446		446		446	

注:***,**和*分别表示该变量的参数在1%、5%和10%水平上显著相关。

表 5-2b　　　自由现金流与企业投资支出回归结果一览表

变量＼年度	2003年			
	系数	t	Tolerance	VIF
(constant)	-0.0333	-0.651		
$S_t-S_{t-1}/A_{i,t-1}$	-0.0677	-2.285**	0.900	1.111
Tobin' q_{t-1}	0.0015	0.044	0.990	1.010
$FCF/A_{i,t-1}$	-0.289	-2.208**	0.490	2.042
$FCF/A_{i,t-1} \times Posf_i$	2.665	10.010***	0.456	2.194
R^2	0.259			
Adj. R^2	0.252			
F	38.562			
Sig. F	0.000			

续上表

年度 变量	2004年			
	系数	t	Tolerance	VIF
(constant)	-0.0304	-1.109		
$S_t - S_{t-1}/A_{i,t-1}$	0.0671	3.753***	0.918	1.090
Tobin'q_{t-1}	0.0323	1.561	0.991	1.009
$FCF/A_{i,t-1}$	-0.0416	-0.351	0.257	3.884
$FCF/A_{i,t-1} \times Posf_i$	0.686	4.110***	0.253	3.958
R^2	0.173			
Adj. R^2	0.165			
F	23.012			
Sig. F	0.000			
年度 变量	2005年			
	系数	t	Tolerance	VIF
(constant)	0.0010	0.031		
$S_t - S_{t-1}/A_{i,t-1}$	0.0878	3.497***	0.913	1.095
Tobin'q_{t-1}	0.0062	0.230	0.994	1.006
$FCF/A_{i,t-1}$	-0.465	-2.941***	0.249	4.018
$FCF/A_{i,t-1} \times Posf_i$	0.802	3.554***	0.242	4.139
R^2	0.067			
Adj. R^2	0.059			
F	7.945			
Sig. F	0.000			
Durbin-Watson	1.981			
N	446			

注：***，**和*分别表示该变量的参数在1%、5%和10%水平上显著相关。

5.4.3 假设1的稳定性检验

考虑到宏观经济因素以及年度效应的影响，接下来我们改

变解释变量的取值方法对上述实证结果进行稳定性检验。

我们用样本公司2003～2005年3年投资规模的平均值表示被解释变量，托宾Q、主营业务收入增加值和自由现金流量3年的平均值表示解释变量，建立模型(5)进行回归。

$$\overline{I_{it}}=\beta_0+\beta_1\overline{Q_{i,t-1}}+\beta_2\overline{\frac{S_{i,t}-S_{i,t-1}}{A_{i,t-1}}}+\beta_3\overline{\frac{FCF_{i,t}}{A_{i,t-1}}}+\varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

$$\overline{I_{it}}=\beta_0+\beta_1\overline{Q_{i,t-1}}+\beta_2\overline{\frac{S_{i,t}-S_{i,t-1}}{A_{i,t-1}}}+\beta_3\overline{\frac{FCF_{i,t}}{A_{i,t-1}}}+\beta_4\overline{\frac{FCF_{i,t}}{A_{i,t-1}}}\times Posf_i+\varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

其中：$\overline{I_{it}}$为i公司2003～2005年的投资支出的平均值；$\overline{Q_{i,t-1}}$为i公司2003～2005年的Tobin' q的平均值；$\overline{S_{i,t}-S_{i,t-1}}$为i公司2003～2005年的主营业务收入增加值的平均值；$\overline{FCF_{i,t}}$为i公司2003～2005年自由现金流量的平均值；$Posf_i$为虚拟变量，如果$\overline{FCF_{i,t}}\geqslant 0$，则$Posf_i=1$，如果$\overline{FCF_{i,t}}<0$，则$Posf_i=0$；$\beta_0$表示截矩项，$\beta_1$、$\beta_2$、$\beta_3$和$\beta_4$表示估计参数。$\varepsilon_{i,t}$为误差项。为了控制由于企业规模的差异所带来的异质性影响，所有的变量都以3年期初资产的账面价值平均值标准化。

由表5-3的结果可知，样本公司2003-2005年自由现金流量的平均值与投资支出显著正相关，并且自由现金流量的斜率系数发生了显著正向变化，进一步表明，自由现金流量的为正的公司更容易发生过度投资行为，与之前的检验结果一致。

5.4.4 假设2的实证检验

由表5-4的结果可知，独立董事比例的交互项系数分别为-4.809、0.0581和-0.533，与预测并不一致，假设2没有被验证。这说明我国上市公司的独立董事制度在抑制自由现金流量的过度投资行为中没有充分发挥自身的作用。

表 5-3　　　　模型(5)、(6)回归结果一览表

变量	模型(5)				模型(6)			
	系数	t	Tolerance	VIF	系数	t	Tolerance	VIF
(constant)	0.0417	2.525**			0.0338	2.036**		
$\overline{S_{i,t}-S_{i,t-1}}$	0.0374	2.057**	0.911	1.098	0.0323	1.782*	0.902	1.109
$\overline{Q_{i,t-1}}$	-0.0079	0.636	0.997	1.003	-0.009	-0.749	0.996	1.004
$\overline{FCF_{i,t}}$	0.355	6.235***	0.912	1.096	0.0534	0.4490.205	4.875	
$\overline{FCF_{i,t}}\times Posf_i$					0.470	2.876***	0.204	4.911
R^2	0.112				0.129			
Adj. R^2	0.106				0.121			
F	18.650				16.285			
Sig. F	0.000				0.000			
Durbin-Watson	2.013				1.999			

注：***，**和*分别表示该变量的参数在1%、5%和10%水平上显著相关。

表 5-4

独立董事比例对自由现金流量的过度投资行为的检验结果一览表

变量＼年度	2003年		2004年		2005年	
	模型(3)	模型(4)	模型(3)	模型(4)	模型(3)	模型(4)
(constant)	0.0912	-0.0109	-0.0385	-0.0378	0.0315	0.272
	(0.136)	(-0.164)	(-0.926)	(-0.869)	(0.580)	(0.486)
$S_t-S_{t-1}/A_{i,t-1}$	0.0179	0.0261	0.0770***	0.0770***	0.103***	0.107***
	(0.569)	(0.841)	(4.266)	(4.261)	(4.102)	(3.918)
Tobin'q_{t-1}	0.0272	0.0224	0.0335	0.0335	0.0113	0.0108
	(0.696)	(0.580)	(1.590)	(1.586)	(0.682)	(0.397)
$FCF/A_{i,t-1}$	0.724***	2.02***	0.372***	0.352***	0.169*	0.201*
	(6.476)	(5.471)	(5.877)	(5.856)	(2.206)	(2.350)
Dir	0.059	0.134	0.0834	0.0814	-0.441	-0.0314
	(0.341)	(0.436)	(0.824)	(0.754)	(-0.335)	(-0.228)
$FCF/A_{i,t-1}\times Dir$		-4.809***		0.0581		-0.533
		(-3.677)		(0.054)		(-0.324)

年度 变量	2003年		2004年		2005年	
	模型(3)	模型(4)	模型(3)	模型(4)	模型(3)	模型(4)
R^2	0.091	0.118	0.142	0.142	0.041	0.041
Adj. R^2	0.083	0.108	0.135	0.133	0.032	0.030
F	11.042	11.789	18.293	14.602	4.684	3.761
Sig. F	0.000	0.000	0.000	0.000	0.001	0.002
Durbin-Watson	1.946	1.943	1.979	1.978	1.987	1.989
N	446		446		446	

注：* * *，* *和 * 分别表示该变量的参数在1%、5%和10%水平上显著相关。括号内的数值为t值。

5.5 研究结论

本章通过对上市公司自由现金流量、董事会中独立董事的比例与过度投资行为进行了深入全面的探讨，研究结果显示：

5.5.1. 上市公司投资支出与主营业务收入增加值正相关，符合加速理论

上市公司投资支出与代表企业未来成长机会的托宾Q值正相关，但仅在2004年显著。我国上市公司的自由现金流量与投资支出显著正相关。自由现金流量为正的公司更容易发生过度投资行为。

5.5.2. 从整体上来说，我国上市公司的独立董事制度在抑制自由现金流量的过度投资行为上功能较弱，有待于进一步完善

因此，在我国董事会中，应进一步提高独立董事在董事会中所占的比例，目前我国上市公司的独立董事比例大约在20% ~ 40%之间，远远低于美国公司的水平（大约70%），独立董事比例的过低限制了独立董事在改善公司治理上的作用，并尽快建立独立董事的人才储备、选择机制和信誉评价体系，打造独立董事市场，利用声誉机制强化独立董事的治理效用。

6. 股权结构与企业非效率投资行为

6.1 引言

关于股权结构的大量研究表明，科学、合理的投资决策是公司经营成功关键性的基础，股权结构影响公司业绩和公司价值，也必然影响投资项目决策和经营管理。股权结构决定了企业控制权在出资者与经营者之间的分布，从而影响企业的目标与行为。企业价值是由过去投资所产生的现有资产价值与未来投资产生的现金流现值所构成，因而投资决策是股权结构与企业价值关系的纽带。我国上市公司第一大股东持股比例较高，属于典型的由大股东控制的上市公司。我国股权结构对公司投资是否存在影响？如果存在影响，那么是激励作用还是壁垒效应？不同控股类型的大股东对公司投资的影响是否表现出不同的规律性？我国控制上市公司的大股东是否出于股东权益的考虑，过度投资来侵害外部股东和债权人的利益？本章以我国上市公司为样本，以股权结构与公司投资之间的关系为研究对象，研究股权集中度、国有股、法人股和流通股如何影响公司投资，揭示在不同股权控制下企业的投资行为。

6.2 国内外文献回顾

根据公司治理理论，股权结构作为公司治理机制的基础，对治理结构的形成和效率起着决定性作用。在不同的股权结构

中，所有者及其代表对代理人的监控能力与积极性是不同的，并会导致不同的组织效率和企业投资行为。股权结构与公司投资、经营绩效及其公司价值的关系是近年来公司财务领域研究的重点和热点问题之一。该领域的研究最早可以追溯到1932年，Berle和Means(1932)从企业所有权与控制权相分离的命题出发，认为在股权分散的公司里，掌握公司控制权的强管理者与拥有公司所有权的弱所有者之间的委托代理问题。

沿着这一思想，Jensen和Meckling(1976)认为经理持有公司股份会形成对经理的激励，影响公司投资，进而影响公司价值。

Agrawaland Mandelker(1987)研究了经理持股与公司投资之间的关系，结论支持了Jensen和Meckling的研究。

Bagnani、Milonas、Saunders和Travlos(1994)对美国上市公司管理者的持股比例与其资产替代激励之间的关系进行了分析，他们认为当管理者的持股比例较低时，持股比例的增加会使管理者的利益与股东的利益更为一致，管理者进行资产替代的激励因此而增加；而当管理者的持股比例增加到一定程度时，管理者出于降低自身财富风险和保持对公司控制权的考虑而变得厌恶风险，管理者进行资产替代的激励因此而减少。在随后的实证检验中也证实了他们的观点，他们发现当管理者持股比例在5% ~25%之间时，管理者的持股比例与公司债券收益率的溢价之间呈显著的正相关关系，而当管理者持股比例增加到25%以上时，管理者的持股比例与公司债券收益率的溢价之间呈弱的负相关关系。

Hadlock(1998)认为，内部人对投资现金流敏感度的影响取决于股东与经理人的利益是否一致，其研究结果表明，企业的投资现金流敏感度随内部人持股比例的增加而先增后减，存在非线性关系。

Pindad等用拓展的托宾Q投资模型检验了股权结构对公司

投资—现金流敏感度的影响，研究表明，股权结构对过度投资和投资不足的影响并没有显著的差别，管理层的激励作用和股权集中度的监督效应能够减轻公司投资—现金流敏感度，管理层的壁垒效应和剥削现象会增强公司投资—现金流敏感度。

Goergen 和 Renneboog 采用 Bond 和 Meghir 的欧拉方程(Euler Equation)研究了在伦敦证券交易所上市的 240 家公司六年期间投资与自由现金流之间的关系，发现不同类型的股东对投资—现金流敏感度的影响不一致。

Gedajlovic 和 Halhimot 研究了股权控制类型对投资的影响，他们研究了日本最大的 247 家制造企业，发现不同类型的投资者有着不同的投资目标，当公司股权主要持有者的类别不同时，公司的财务绩效与投资行为是高度异质的。

我国目前也有不少学者对投资与上市公司股权结构的关系进行了研究。刘星、曾宏(2002)指出，我国上市公司非效率投资行为的成因在于不完善的公司治理机制，其中国有股权比重过大又是上市公司治理结构失效的根源，大部分的剩余索取权都集于国有大股东一身，其他股东无力对公司的投资决策行为实施控制，同时由于投资决策的收益也主要归国有股大股东所有，其他股东参与重大投资决策的动力也不够。

饶育蕾、陈炳华(2004)指出，我国特有的上市公司股权结构不合理造成了对投资的行政干预，信息非对称导致的企业各利益相关者之间的矛盾给企业带来了代理成本，经理人本身的非理性及市场的非理性使公司投资出现决策偏差，造成企业过度投资甚至盲目投资。

何金耿以 2000 年度和 1999 年度为数据窗口，选择公布年度财务报告的沪市上市公司(A 股)为研究样本，运用横截面数据分析上市公司的投资决策行为，检验市场价值信号对公司投资的影响，发现国有控股公司的投资决策对市场估价反映敏感，而与项目价值却不存在显著性关系。国有控股公司的投资动机是

利用现有股市的功能性缺陷而谋取私利；对于法人控股公司，公司投资与单位资本的收益现值显著正相关，而与市场估值不存在显著性相关关系。

冯巍引进新古典综合企业投资模型，运用我国股票市场上市的135家制造业公司1995～1997年的数据为样本，考察企业内部现金流量对企业投资决定的影响。认为受到政府支持的企业的投资几乎不受内部现金流量的影响，而大部分企业面临融资约束高，内部现金流量对企业总体投资水平的制约作用明显。

郑江淮、何旭强、王华（2001）从股权结构的角度，对上市公司后续投资的融资约束状况分化进行了实证检验，国家股比重越低的上市公司投资没有受到明显的外源融资约束，而国家股比重越高的上市公司投资却受到了外源融资约束。

李秉祥（2003）认为财务危机公司的过度投资行为是内部人控制和银行债权弱化的具体体现，虚假的债务重组是将危机转嫁给企业债权人的真正动因。

刘星（2002）认为，上市公司非效率投资行为的根源在于公司治理机制的不完善，因此，必须从优化上市公司股权、重组董事会以及关联公司集团化治理方面完善治理机制，减少非效率投资行为的发生。

江伟（2004）以及童盼和陆正飞（2005）的实证研究表明，我国上市公司存在较为严重的资产替代问题，但是他们没有分析大股东的持股比例及性质对其资产替代行为的影响。

江伟、沈艺峰（2005）研究结果表明：我国上市公司大股东进行资产替代的行为与其持股比例之间呈倒N型的非线性关系；公司投资机会的增加会对大股东的资产替代行为产生影响。

刘昌国（2006）从自由现金流量的角度研究了上市公司的过度投资行为，研究发现法人控股公司的经理人员股权激励机制抑制自由现金流量的过度投资行为比国有控股公司的相应机制更有效。

李辰、张翼(2005)在分析融资方式偏好与企业投资行为问题时,从投资—现金流敏感性的角度,将股权结构因素纳入分析框架,并且在投资信号模型推导和理论分析的基础上提出,当对应投资过度的自由现金流假说成立时,投资—现金流敏感性应随第一大股东的持股比例的上升而下降;当对应投资不足的信息不对称理论成立时,投资—现金流敏感性应随第一大股东持股比例的上升而上升。

饶育蕾、汪玉英(2006)以 2001 ~2003 年非金融性 A 股公司为样本,实证研究了大股东对公司投资的影响,并检验了这种影响的原因和作用过程。研究结果发现:(1)上市公司的投资与现金流显著正相关;(2)第一大股东持股比例与投资—现金流敏感度之间呈显著的负相关关系;(3)当第一大股东是国家时,负相关系数更大;当第一大股东是境内社会法人时,负相关关系不显著;(4)实证表明“过度投资”是中国上市公司投资的典型表现,这不仅符合“自由现金流假说”的推断,而且可以用“信息不对称理论”中“融资约束”相反的“融资便利”来加以解释。

席敏、罗宇航、蒋安玲(2006)以 140 家上市公司为样本,实证分析了投资与股权结构之间的关系。研究结果发现:(1)上市公司的短期投资与第一大股东持股比例正相关,与经理人持股比例负相关,与国有股比例、法人股比例、流通股比例无关。(2)长期股权投资与国有股比例、法人股比例、股权集中程度正相关,与流通股比例、管理层持股比例负相关。(3)长期债券的投资与国有股比例、法人股比例、流通股比例无关,只与第一股东对公司的控制程度正相关,管理层持股比例负相关。(4)目前我国上市公司对固定资产的投资很重视,无论公司的股权结构怎样改变,公司对固定资产的投入比重都很大,且一般不会轻易改变。(5)无形资产及其他投资与公司的股权集中度、管理层持股比例、资产负债率正相关,与国有股比例、法人股比例、流通股比例无关。因而作者认为国有股比例、法人股比例、流通股比例对

我国上市公司的投资影响不太显著,而管理层持股比例对公司的各种投资决策影响明显,我国的上市公司应适当增加管理层持股比例,有助于提高公司投资决策的正确性。

6.3 实证研究设计

6.3.1 理论分析与研究假设

关于控股股东在公司治理中的作用,存在两个不同的假设,积极监管假设和对外部少数股东实施侵占假设。控股大股东对公司的控制将对公司绩效产生两种相反的效应,即利益趋同效应以及利益侵占效应。ShleiferI 和 Vishny(1986)指出,对分散的股东而言,寻求对经理人监督效率的改善是一项"公共物品"。当公司相当数量的股份集中在少数大股东手里,且控制权代理的收益足够抵补提供"公共物品"的成本时,大股东在企业中具有较大的利益和不能分散的风险,大股东有动力监督经理行为,以缩小经理目标与股东目标的差异,从而在一定程度上减少因所有权与控制权分离带来的代理成本,并进而影响公司决策。La Porta et al(1999)对世界各国的治理结构进行考察后发现,在投资者保护较弱的国家,股权结构往往表现为集中。据此他们得出的结论是,当法律不能有效保护投资者利益时,相对集中的股权结构可以作为一种替代的公司治理机制缓解股东和经理人之间的代理冲突,提高公司经营绩效。Durnev 和 Kim(2005)指出,在股权高度集中时,控股股东对公司经营绩效主要表现为正向激励效应影响(incentive effect),而非负向侵害效应(entrenchment effect)影响。这是因为,基于控制权公共利益(public benefits of control)将激励控股股东对公司管理层实施有效监督;股权集中度越高,控股股东追求控制权私有利益(private benefits of control),"掏空"上市公司侵占中小股东利益的成本越高。

中国上市公司股权集中且"一股独大",在这一股权集中的公司中,股东对于经理进行监督有优势,大股东既有能力,也有经济动机实施监督,同时由于监督经理要付出成本,分散的小股东存在搭便车动机,而不愿意花费时间和金钱去实施监督,因此股权集中的公司大股东增强了对管理层的控制,解决了股权分散条件下的外部股东难以监督内部管理层的问题,并且由于控制权与所有权并非完全分离,公司的控制权实质上掌握在大股东手中。

但考虑到不同的股权结构导致不同的监督力度,因此导致对经理管理机会主义不同的限制,处于控制地位的控股股东在一定范围内表现出其"天使"的一面,在一定范围内会表现出"魔鬼"的一面,即上市公司中大股东的持股比例与他们进行资产替代的行为之间可能并非总是呈单调递增的关系。

当大股东的持股比例较低时,大股东和管理者与小股东利益不一致,他们谋求更多的私人利益(private benefit),企业中代理成本高,其代理问题主要存在于大股东和小股东之间,这种大小股东之间的利益矛盾就是所谓的"隧道效应"(Tunneling Effect),即当大股东有控制权的时候,他可以用各种隐蔽的手段,如关联交易、多元化投资等,把公司资源转移出去,从而损害公司以及小股东的利益,留存在公司内部的现金流越多,这种非有效投资越容易发生;随着大股东持股比例逐渐增加,大股东与小股东的利益一致性提高,所产生的与公司的协同效应(alignment effec、Jensen 和 Meckling,1976)将减轻大股东进行资产替代的激励;当大股东的持股比例增加到一定程度时,大股东持股比例的继续增加所产生的防御效应(entrenchment effect)将增加大股东进行资产替代的激励,大股东利用手中的控制权开始掠夺小股东的财富,即上市公司大股东和小股东利益一致性可能在持股比例达到某个水平后下降,呈现非线性变化趋势。

Clasessens、Djankov、Fan 和 Lang(2002)通过观察亚洲 8 个国家和地区的经济发现,公司价值随着第一大股东的现金流所有权(cash-flow ownership)的增加而增加,持股比例具有正向的激励作用。但是,当第一大股东的控制权超过现金流所有权时,公司价值会下降;而当大股东的持股比例增加到几乎完全控制公司时,大股东出于与公司的协同效应以及降低自身投资风险的考虑,持股比例的增加将减轻大股东进行资产替代的激励。徐晓东和陈小悦(2002)发现我国上市公司的业绩与大股东的持股比例之间呈 M 型关系。余晓明(2003)发现就公司绩效而言,20% ~50% 的第一大股东持股比例优于 20% 以下和 50% 以上的持股比例,50% 以上的第一大股东持股比例最差。

可以认为,当对应投资过度的自由现金假说成立时,投资—现金流敏感性问题主要是由于缺乏对大股东的有效监管导致的。随着持股比例的增加,大股东与小股东利益一致性提高,将使得大股东减少损害小股东利益的非理性投资,从而降低企业投资对内部现金流的敏感性。随着持股比例的进一步增加,由于壕沟效应,大股东和小股东利益一致性可能在持股比例达到某个水平后下降,投资—现金流的敏感性会随之增加。当对应投资不足的信息不对称理论成立时,投资—现金流敏感性问题主要是由于大股东和小股东的信息不对称导致,即随着第一大股东持股比例的增加,大股东将承担更多的外部融资错误定价产生的不利后果,因而不愿意扩大外部融资,从而使得企业投资对现金流的敏感性更强;但是,当在持股比例到达某个水平后大股东与小股东利益一致性下降时,投资—现金流敏感性将相应下降。

我国上市公司中大部分为国有企业,国有上市公司股东分为三类,即国家股、法人股和流通股,企业的股份大多为非流通性的国有股,国家股的产权主体是各级政府和主管部门,国家股对于经理的监督作用有产权上的超弱控制和行政上的超强控制

（陈晓、江东，2000 年）的倾向，这种倾向容易形成内部人控制，不利于对管理机会主义的限制。国有企业的投资与经营体现的是国家的意志，具有经济效益与政治方面的双重目标。又由于国企任命制度与薪酬制度的特殊性，国企的经营者是由国家行政部门任命，有其行政级别，其绩效考评中既有政治性的目标又有企业经济效益的目标，两个目标的冲突也就造成我国企业的非效率性投资。从我国企业上市这几年的行为来看，存在着大股东侵占小股东利益和掠夺债权人利益的现象。这一现象的后果就是大股东在获取私有收益的同时损害了企业的价值。然而，为进一步获取更多私有收益，要求大股东有在短期内提高企业市价，保有上市公司的上市资格；另一方面，由于国家是广大人民的代表，难以对企业的经营者形成有效的监督。因此，国企中所有者缺位问题严重，相对于非国有法人股权委派的经营者，国家委派的经营者有着更大的决策自主权，更容易发生经营者侵害投资人资产的行为，同时各级政府的本位主义也存在着推动过度投资的动机。因此，国家股占控股地位的上市公司，公司可能会出现较为明显的过度投资行为。

基于以上分析，我们提出以下研究假设：

假设 1：我国上市公司大股东过度投资行为与其持股比例之间呈倒“N”型的非线性关系。

假设 2：第一大股东为国家股的上市公司比第一大股东为非国家股的上市公司更易过度投资。

Berle 和 Means 指出当公司经理不持有公司股份时，经理与分散的股东之间存在着潜在的冲突，即企业经营权与管理权的分离带来了股东与经理之间的代理问题。由于经理与股东之间利益不一致，经理不一定为股东利益最大化服务。在投资项目的决策上，两者利益冲突的主要表现形式之一是过度投资，管理者并不一定寻求股东利益最大化而是以寻求在企业内最大范围的控制力为目标（Jensen，1986），因此出现营造王国（Empire

building)与势力投资(Entrenching investment)等过度投资的管理机会主义行为,投资于净现值为负的项目。但 Jensen 和 Meckling 同时认为随着经理人员持股比例的提高,公司的投资也更有效。Agrawal 和 Mandelker 研究了经理持股与公司投资之间的关系,结论支持 Jensen 和 Meckling 的研究。

我国学者周杰(2005)以 1998 ~2002 年度为数据窗口、沪市与深市上市的公司为样本研究了管理层股权结构对我国上市公司投资行为的影响。研究发现,按照董事长与总经理是否分设将样本公司分为两个样本组。比较两组样本的回归结果,发现当董事长与总经理不分设时,回归结果没有通过显著性检验,投资变量对托宾 Q 的回归系数不显著,不支持市场投资理论。这说明当董事长与总经理不分设时,企业的投资没有严格的按照企业的价值进行决策,其行为的市场性较弱。董事长持股与总经理持股对改善我国上市公司的投资行为具有积极的作用,而监事长持股对企业的投资行为没有显著的影响。通过比较发现董事长与总经理分设的上市公司投资行为符合托宾 Q 理论和融资约束理论;通过对照董事长持股与总经理持股以及样本总体的投资行为对比,表明总经理持股的上市公司在进行投资决策对企业的投资机会更敏感,其投资行为更符合股东利益,可减少企业过度投资的行为。

魏锋、冉光和(2006)以中国 1998 ~2003 年沪、深两市 319 家上市公司为研究对象,采用面板数据方法和建立联立方程模型,对管理层持股比例的内生性问题进行了实证检验。研究认为,管理层持股比例变动对公司价值有显著影响,但对公司投资的影响不显著,这些结果验证了管理层持股比例的内生性问题。

邬展霞(2006)研究证明,在自由现金流充裕时,出于股东利益和公司价值的考虑,适当持股的高管人员会适度推动公司投资,部分消除公司治理中存在的“投资不足”问题;在自由现金流充裕时,出于自利,高额持有股份的高管人员会增加过度投资;



在经理人过度持股会由于过度自信而进一步放大"自利性"过度投资。

许多学者研究发现，股权性质在代理问题的产生与解决，以及所有权的行使方式上的差异十分显著，对公司决策与绩效产生的影响也不尽相同，同时股权性质的不同对我国上市公司对外融资能力有不同的影响。邹港永、宋敏和王杰邦(2003)对我国上市公司的流动性约束的研究发现国有股比例大的公司，其流动性约束比国有股比例小的公司要小；徐晓东和陈小悦(2003)则发现控股股东为国家股股东的公司有更多的融资途径。他们的研究都支持国家股控股的公司有更强的融资能力，因而面临较小的融资约束问题，而法人股控股企业由于其民营背景，融资渠道狭窄，更容易出现融资约束，并且受计划经济体制的影响，非国有企业与国有企业相比，融资面临着"所有制歧视"。

在我国特殊的股权结构下，大多数上市公司由国有大股东控股，公司股东大会的权力虚置，虽然公司管理层持股比例较少，但作为国有大股东的代理人，公司的很大一部分战略决策仍然由管理层决定。而作为三大财务决策之一的投资决策，更是成为管理层持股比例与公司价值的联系纽带，因为管理层持股比例的多少决定管理层在作出投资决策时的权力大小以及利益分配的多少。因此，公司管理层持股比例对公司的投资决策仍然有着非常重要的影响。公司管理层持股比例多，在进行投资决策时，管理层会权衡利益得失，更容易追求公司的长期发展目标，从而会相应增加公司价值；相反，如果公司管理层持股比例少，决策失误对其自身利益影响较小，作为理性人，他们考虑更多的是其自身利益的得失由于他们的职位是由行政任命，具有短期性，他们的决策较多地注重短期目标。

除了国家股之外的法人股，投资利益与自然股东利益有着直接的相关关系。另外，目前法人股不能在股票市场上自由流

通,使得法人股东有从事长期投资的动机。法人股东由于持有一定的公司股份,常常在董事会中有发言权,有能力直接参与公司决策,有利于对管理机会主义的限制。我国目前的许多关于股权结构与企业业绩的研究中都发现法人股股东在公司的经营中发挥了重要作用(郑德埕,2002;郭春丽,2002)。因此,法人股占控股地位或者拥有较大股权份额时,公司不容易出现过度投资行为。

目前在上海和深圳股票市场上,流通股是国家股、法人股和流通股三种股票中唯一可以在市场上公开交易的股票。流通股的特点是股东分散,投资的主要目标就是谋利。2001 年后,证监会加强了对上市公司发放股利的管理,而在此之前,上市公司很少发放现金股利,投资者更多是通过股价的波动而获利。由此来看,流通股东有动机监督企业的经营管理。但是,流通股东资金分散,股权比例小,监督的成本使得小股东更倾向于搭便车和用脚投票。因此,流通股比例的大小应该与公司投资行为无关。

基于以上分析,我们提出以下研究假设:

假设 3:管理层持股将有助于减少过度投资行为。

假设 4:法人股比例与企业过度投资行为负相关。

假设 5:流通股比例与企业过度投资行为无关。

6.3.2　样本选择与数据来源

6.3.2.1　样本选择

本章的研究样本为 2003 ~ 2005 年在沪深证券交易所上市的公司,在样本选取的过程中,我们剔除了以下公司:(1)选择国内非金融类上市公司 2000 ~ 2005 年的财务数据为原始样本;(2)剔除 2003 ~ 2005 年间被 ST 和 PT 的公司以及拥有 B 股和 H 股的公司;(3)为保证公司投资行为的可持续性,剔除 2003 ~ 2005 年间变更主营业务以及进行过资产重组的公司;(4)剔除 2003 ~ 2005 年间第一大股东变更的公司。



6.3.2.2　数据来源

样本公司的有关资料和财务数据来源于中国上市公司网站（www. cnlist. com）、巨潮资讯（www. cnicfo. com）、万得（Wind）咨询系统和国泰安信息技术有限公司开发的《中国上市公司财务数据库查询系统》（CSMAR）。所有数据利用 Excel，SPSS 等数据分析软件对数据进行处理和分析过程（以下同）。

6.3.3　变量定义

6.3.3.1　因变量

本章因变量的选择如第五章。

6.3.3.2　解释变量

本章选取了代表股权结构的六个解释变量，它们是国有股比例、法人股比例、流通股比例、第一大股东对公司的控制程度、管理层对公司的影响程度。选取了第一大股东持股比例、国家股比例、法人股比例、流通股比例和高层人员持股比例五个股权结构变量。

6.3.3.3. 控制变量

除了股权结构变量以外，还有许多其他变量影响中国上市公司的投资行为，为了更为确切地研究股权结构变量对上市公司的投资行为影响，我们借鉴学术界已有的研究成果，选择对上市公司投资行为产生差异性影响的控制变量有：滞后一期的资产负债比率、代表公司成长机会的 TobinQ、主营业务收入和经营现金流。

各变量的定义如表 6-1 所示。

6.4　研究结果与分析

6.4.1　样本描述性统计

表 6-2 提供了样本公司各年的描述性信息。

表 6-1　　研究变量一览表

变量类型		变量名称	变量代码	变量含义与说明
解释变量	实验变量	第一大股东持股比例	Firsthold	=第一大股东持股数/公司总股数
		国家股比例	State	=国家股股数/总股数
		法人股比例	Lp	=法人股股数/总股数
		流通股比例	Trade	=发行在外的流通 A 股股数/总股数
		高层人员持股比例	Manager	=高层管理人员持股数/总股数
	控制变量	资产负债率	Dbi,t-1	=第 t-1 期期末的负债总额与资产总额的比重
		成长机会	Qi,t-1	=第 t-1 期期末的普通股的市场价值、流通股价值与负债的账面价值之和与企业总资产的比率
		经营现金流	CFt	=当期的经营活动现金流净额
		主营业务收入	St	=当期的主营业务收入净额
被解释变量		投资规模	Iit	=(Kit-Ki,t-1)/Ai,t-1 其中:Kit-Ki,t-1=固定资产及在建工程和工程物资的年度变化值; Ai,t-1=年初资产总值

注:之所以用投资与资本存量之间的相对数作为表示投资规模的变量,是为了消除企业规模对投资的影响。

表 6-2　　2003-2005 年各项指标描述性统计表

变量	Iit	DBi,t-1	CFt/Ait-1	St/Ait-1	Tobin Qt-1	Firsthold	State	LP	TRADE	MANAGER
N	446	446	446	446	446	446	446	446	446	446
2003 年										
Mean	0.0808	0.4431	0.0535	0.7333	1.4	0.4409	0.3203	0.2705	0.4071	0.0000098
Median	0.028	0.4453	0.0558	0.5533	1.3095	0.4344	0.3507	0.1968	0.3912	0.00000
Std. Deviation	0.2953	0.1565	0.1256	0.6731	0.3454	0.1682	0.2661	0.2581	0.1253	0.00011

变量	Iit	DBi,t-1	CFt/Ait-1	St/Ait-1	Tobin Qt-1	Firsthold	State	LP	TRADE	MANAGER
Minimum	-0.3174	0.0126	-1.2652	0.0041	0.9191	0.0702	0.0000	0.0000	0.1142	0.0000
Maximum	4.9406	0.8516	0.7166	6.245	3.1859	0.8498	0.8498	0.8638	1.0000	0.00204
2004年										
Mean	0.0552	0.4705	0.0622	0.7602	1.2661	0.4409	0.3219	0.2633	0.4125	0.0000368
Median	0.0248	0.488	0.0627	0.5882	1.1933	0.4344	0.3569	0.1915	0.396	0.0000
Std. Deviation	0.1344	0.1695	0.1	0.6348	0.2828	0.1682	0.265	0.255	0.1261	0.0003
Minimum	-0.3039	0.0108	-0.4722	.00008	0.9388	0.0702	.00000	.00000	0.1142	0.00000
Maximum	1.9872	.8936	0.7065	4.9495	3.5599	0.8498	.8498	.8205	1.0000	0.00556
2005年										
Mean	0.0394	0.4964	0.0646	0.7638	1.1659	0.4204	0.3108	0.2554	0.4289	0.0000559
Median	0.0139	0.5146	0.0634	0.5767	1.1038	0.4016	0.3468	0.1774	0.4117	0.00000
Std. Deviation	0.1378	0.1779	0.0835	0.6622	0.237	0.1687	0.2582	0.2490	0.1318	0.000324
Minimum	-0.3898	0.0081	-0.4030	.00000	0.8652	0.0702	0.0000	0.0000	0.1142	0.0000
Maximum	1.523	1.1913	0.4146	5.1611	3.1009	0.8498	0.8498	0.8205	1.0000	0.00556

从上表中我们可以看出,我国上市公司第一大股东2003～2005年持股比例基本维持在44%左右,最高达到85%,即使是股权分置改革的2005年,第一大股东的持股比例平均值也为42%,表明我国上市公司第一大股东持股比例较高。从国家股(包括国家股和国有法人股)来看,上市公司中国家股占三分之一左右。而高管持股情况,2003～2005年间,所有样本公司高管持股比例都较低,最高持股也只有千分之五,说明我国上市公司对高管的股权激励不足。

样本公司2003～2005年投资额的描述性统计如表6-3。

表 6~3　2003~2005 年第一大股东各持股比例区间的投资额一览表

Iit \ Firsthold	20%以下 (1)	20%~40% (2)	40%~60% (3)	60%以上 (4)	total
2003 年					
均值	0.0377	0.0808	0.0903	0.0775	0.0808
中位数	0.0079	0.0342	0.0253	0.0284	0.028
标准差	0.1029	0.2563	0.4129	0.1404	0.2953
样本数	26	174	149	97	446
2004 年					
均值	0.03469	0.0367	0.056	0.0925	0.0552
中位数	0.01809	0.097	0.040	0.0354	0.0247
标准差	0.0605	0.0948	0.09	0.2282	0.1344
样本数	26	174	149	97	446
2005 年					
均值	0.0304	0.0284	0.0468	0.0554	0.0394
中位数	0.0223	0.0102	0.0148	0.02	0.0139
标准差	0.0865	0.0996	0.195	0.097	0.1378
样本数	30	188	149	79	446

注:以上表中第一大股东持股比例区间都为左开右闭,在区分第一大股东持股比例时,由于样本公司中高于80%的公司较少,因此在划分区间时,将处于这一区间的上市公司归入了60%以上组。

从表6-3对2003~2005年第一大股东各持股比例区间的投资额的描述性统计中我们发现:在2003年,第一大股东持股比例处于0~60%区间时,样本公司的投资额均值随着第一大股东的持股比例增加而增加,而第一大股东持股比例超过60%时,样本公司的投资额均值在下降;而2004年和2005年,样本公司的投资额均值随着第一大股东的持股比例增加而增加,而不是

如我们所预想的那样，当第一大股东持股比例到达一定程度时，上市公司投资额随着第一大股东持股比例的增加而降低。

6.4.2 研究模型设计

对于假设(1)，我们构建如下模型：

$$I_{it}=\beta_0+\beta_1 Firsthold_{it}+\beta_2 DB_{i,t-1}+\beta_3 Q_{i,t-1}+\beta_4 \frac{S_{it}}{A_{i,t-1}}+\beta_5 \frac{CF_{it}}{A_{i,t-1}}+\varepsilon_{i,t} \tag{1}$$

为控制规模的影响，主营业务收入、经营现金流均使用了除以年初总资产得到的相对数表示。

对于假设(2)，为了研究第一大股东为国家股的上市公司是否比第一大股东为非国家股的上市公司更易过度投资，我们借鉴了 Vogt(1994)的研究方法。由于企业不论是投资不足还是过度投资都会产生投资对现金流敏感(即投资与现金流显著正相关)的结果(Myers 和 Majluf,1984;Jensen,1986)，因此，如何区分投资不足和投资过度就成为问题的关键。Vogt(1994)认为，当公司存在较多投资机会时，外部投资者与内部人之间的信息不对称程度增大，吸收外部资金需要付出更高昂的成本，此时如果出现投资与现金流的正相关关系则表明是投资不足；相反对低投资机会的公司而言，过量的自由现金如果不用于给股东分红，同样会导致投资与现金流的正相关关系，而这一结果则是投资过度所致。据此，如果在模型中引入现金流与托宾 Q 的交互变量，则该交互变量的系数为正，说明增加了高投资机会公司的投资现金流敏感性即投资不足，反之如果该交互变量的回归系数显著为负，则表明强化了低投资机会公司的投资现金流敏感性即投资过度。模型构造如下：

$$I_{it}=\beta_0+\beta_1 DB_{i,t-1}+\beta_2 Q_{i,t-1}+\beta_3 \frac{S_{it}}{A_{i,t-1}}+\beta_4 \frac{CF_t}{A_{i,t-1}}+\beta_5 \frac{CF_t}{A_{i,t-1}}\times Q_{i,t-1}+\varepsilon_{it} \tag{2}$$

6.4.3 回归结果

6.4.3.1 假设1的实证检验

表6-4、6-5和6-6列示了假设(1)各年的回归结果：

表6-4　　2003年回归结果一览表

变量	2003年									
	(1)		(2)		(3)		(4)		全部样本	
	参数估计	t	参数估计	t	参数估计	t	参数估计	t	参数估计	t
(constant)	0.106	0.770	0.165	0.994	-0.0403	-0.126	0.665	3.137***	0.041	0.431
$DB_{i,t-1}$	-0.0463	-.281	-0.234	-1.745*	0.187	0.990	-0.197	-1.929*	-0.0416	-0.452
$CF_t/A_{i,t-1}$	0.418	2.434**	0.508	4.162***	2.586	7.629***	0.192	1.414	0.785	7.247***
$S_t/A_{i,t-1}$	-0.0047	0.770	-0.0091	-0.322	-0.074	-1.654*	0.029	1.205	-0.0164	-0.8
$Tobin'q_{t-1}$	0.0317	0.760	-0.023	-0.437	0.0634	0.631	-0.0796	-1.539	0.0233	0.577
Firsthold	-0.809	-1.424	0.140	0.419	-0.251	-0.486	-0.642	-2.243**	-0.0981	-0.119
R^2	0.230		0.129		0.297		0.119		0.112	
Adj. R^2	0.077		0.103		0.272		0.070		0.102	
F	2.693		4.957		12.07		2.455		11.078	
Sig. F	0.038		0.000		0.000		0.039		0.000	
N	26		174		149		97		446	

注：表中(1)、(2)、(3)和(4)分别代表样本公司第一大股东持股比例处于0~20%,20%~40%,40%~60%,60%以上区间，区间都为左开右闭(以下同)。

***，**和*分别表示该变量的参数在1%、5%和10%水平上显著相关。

表6-5　　2004年回归结果一览表

变量	2004年									
	(1)		(2)		(3)		(4)		全部样本	
	参数估计	t	参数估计	t	参数估计	t	参数估计	t	参数估计	t
(constant)	0.108	1.343	0.0298	0.501	-0.0181	-0.23	0.558	1.640	0.0032	0.073
$DB_{i,t-1}$	-0.0362	-0.436	-0.0911	-2.074**	-0.0474	-1.019	-0.219	-1.219	-0.088	-2.316**

变量	2004年									
	(1)		(2)		(3)		(4)		全部样本	
	参数估计	t	参数估计	t	参数估计	t	参数估计	t	参数估计	t
$CF_t/A_{i,t-1}$	0.268	1.438	0.237	3.199***	0.145	1.883*	0.901	4.912***	0.418	6.782***
$S_t/A_{i,t-1}$	-0.0312	-1.225	0.0076	0.699	-0.0026	-0.222	0.118	3.134***	0.0193	1.966**
Tobin'q_{t-1}	0.0771	0.254	0.0577	2.598***	-0.0118	-0.389	-0.0633	-0.591	0.0165	0.752
Firsthold	-0.387	-1.165	-0.127	-1.045	0.209	1.593	-0.680	-1.773*	0.0723	1.982*
R^2	0.204		0.152		0.054		0.061		0.16	
Adj. R^2	0.005		0.126		0.021		0.025		0.15	
F	1.026		6.008		1.621		10.688		16.751	
Sig F	0.429		0.000		0.158		0.000		0.000	
N	26		174		149		97		446	

注：***，**和*分别表示该变量的参数在1%、5%和10%水平上显著相关。

表6-6　　2005年回归结果一览表

变量	2005年									
	(1)		(2)		(3)		(4)		全部样本	
	参数估计	t	参数估计	t	参数估计	t	参数估计	t	参数估计	t
(constant)	0.0270	0.338	0.0877	1.336	0.279	1.461	0.0156	0.090	0.0746	1.540
$DB_{i,t-t}$	-0.180	-2.162**	-0.0896	-2.065**	-0.204	-2.087**	-0.0102	-.0160	-0.105	-2.737***
$CF_t/A_{i,t-1}$	0.446	2.984***	0.311	3.384***	-0.172	-0.779	0.255	1.953*	0.160	1.993**
$S_t/A_{i,t-1}$	0.0218	1.326	0.0073	0.598	0.0169	0.701	0.0011	0.057	0.0147	1.463
Tobin'q_{t-1}	-0.0144	-0.466	-0.0067	-0.225	-0.0097	-0.114	0.039	0.693	-0.0052	-0.183
Firsthold	0.440	1.346	-0.0841	-0.637	-0.256	-0.891	-0.0563	-0.273	0.0035	0.086
R^2	0.576		0.086		0.038		0.061		0.036	
Adj. R^2	0.488		0.060		0.004		0.025		0.025	
F	6.528		3.406		1.123		0.939		3.280	
Sig F	0.001		0.006		0.351		0.461		0.006	
N	30		188		149		80		446	

注：***，**和*分别表示该变量的参数在1%、5%和10%水平上显著相关。

从上表2003～2005年的分组回归结果中，上市公司投资—现金流显著正相关，投资与现金流高度敏感。投资与负债负相关，说明负债能够抑制上市公司的过度投资行为。同时我们发现上市公司第一大股东持股比例与企业投资支出之间的关系并没有得出统一的结论。但是，从以上的回归结果可以发现，当第一大股东持股比例超过60%时，大股东持股比例与上市公司投资负相关。即当大股东的持股比例增加到一定程度时，大股东持股比例的继续增加所产生的防御效应(entrenchment effect)将增加大股东进行资产替代的激励；而当大股东的持股比例增加到几乎完全控制公司时，大股东出于与公司的协同效应以及降低自身投资风险的考虑，持股比例的增加将减轻大股东进行资产替代的激励。

6.4.3.2　假设2的实证检验

国有控股上市公司的回归结果见表6-7。

表6-7　对投资的回归结果一览表(按第一大股东持股比例性质分组)

组别	全样本		国有控股		其他控股	
2003年						
变量	系数	t值	系数	t值	系数	t值
(constant)	0.0419	0.514	0.159	1.370	0.0940	1.716*
$DB_{i,t-t}$	-0.0413	-0.459	0.109	0.927	-0.0407	-0.621
$CF_t/A_{i,t-1}$	0.671	1.842*	-1.882	-2.782***	0.0746	0.221
$S_t/A_{i,t-1}$	-0.0171	-0.836	-0.0894	-3.156***	-0.0081	-0.564
Tobin'q_{t-1}	0.0206	0.493	-0.0887	-1.410	0.0110	0.408
$CF_t/A_{i,t-1}\times Q_{i,t-1}$	0.0675	0.268	2.714	4.868***	0.0016	0.009
R^2	0.112		0.236		0.019	
Adj. R^2	0.102		0.224		0.010	
F	11.091		19.435		1.452	
Sig. F	0.000		0.000		0.456	

组别	全样本		国有控股		其他控股	
N	446		320		126	
2004 年						
变量	系数	t 值	系数	t 值	系数	t 值
(constant)	0.0416	0.915	-0.0215	-0.354	0.204	3.155***
$DB_{i,t-t}$	-0.105	-2.816***	-0.0806	-1.789*	-0.207	-3.151***
$CF_t/A_{i,t-1}$	0.531	1.327	1.249	2.528**	-1.127	-1.715*
$S_t/A_{i,t-1}$	0.0213	2.173**	0.0346	2.868***	-0.0105	-0.683
Tobin' q_{t-1}	0.0157	0.515	0.0424	1.042	-0.0455	-1.043
$CF_t/A_{i,t-1} \times Q_{i,t-1}$	-0.0781	-0.25	-0.615	-1.617*	1.2126	2.290**
R^2	0.153		0.180		0.230	
Adj. R^2	0.143		0.167		0.198	
F	15.838		13.799		7.179	
Sig. F	0.000		0.000		0.000	
N	446		320		126	
2005 年						
变量	系数	t 值	系数	t 值	系数	t 值
(constant)	-0.101	1.858*	0.0299	0.411	0.232	2.487**
$DB_{i,t-t}$	-0.105	-2.773***	-0.0715	-1.685*	-0.191	-2.119**
$CF_t/A_{i,t-1}$	-0.152	0.337	0.367	0.694	-1.665	-1.729*
$S_t/A_{i,t-1}$	0.0144	1.435	0.0141	1.270	0.0126	0.572
Tobin' q_{t-1}	-0.0268	-0.651	0.0117	0.208	-0.0823	-1.238
$CF_t/A_{i,t-1} \times Q_{i,t-1}$	0.269	0.706	-0.0803	-0.177	1.318	1.686*
R^2	0.037		0.055		0.064	
Adj. R^2	0.026		0.040		0.045	

组别	全样本	国有控股	其他控股
F	3.382	3.651	4.451
Sig. F	0.005	0.003	0.001
N	446	320	126

注：＊＊＊，＊＊和＊分别表示该变量的参数在1%、5%和10%水平上显著相关。

从表6-7的回归结果可知，除了2003年国家作为第一大股东时与第一大股东为非国家股的上市公司相比，$Q_{i,t-1} \times (CF_{i,t}/A_{i,t-1})$交叉项的系数为负，且明显不为零，表示公司存在过度投资。说明上市公司委托人身份的不明确导致了更明显的最终所有一者缺位，控股股东可能以其他股东的利益为代价来追求自身利益，他们具有追求私利而投资于一些净现值为负的项目的动机和能力。

6.5 研究假设的实证检验

6.5.1 研究模型设计

对于以上假设(3)、(4)和(5)，我们分别建立以下模型：

$$I_{it}=\beta_0+\beta_1 DB_{i,t-1}+\beta_2 Q_{i,t-1}+\beta_3 \frac{S_{it}}{A_{i,t-1}}+\beta_4 \frac{CF_t}{A_{i,t-1}}+\beta_5 Manager_{it}+\varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$I_{it}=\beta_0+\beta_1 DB_{i,t-1}+\beta_2 Q_{i,t-1}+\beta_3 \frac{S_{it}}{A_{i,t-1}}+\beta_4 \frac{CF_t}{A_{i,t-1}}+\beta_5 LP_{it}+\varepsilon_{it} \quad (4)$$

$$I_{it}=\beta_0+\beta_1 DB_{i,t-1}+\beta_2 Q_{i,t-1}+\beta_3 \frac{S_{it}}{A_{i,t-1}}+\beta_4 \frac{CF_t}{A_{i,t-1}}+\beta_5 Trade_{it}+\varepsilon_{it} \quad (5)$$

6.5.2 检验结果

在对假设(3)的检验过程中，董事长与总经理是否分设，是

反映经营权与管理权是否分离的一个重要变量，体现了总经理的决策能力，直接影响着企业的投资行为。因此，我们将董事长与总经理是否分设对样本公司进行分组，以检验董事长与总经理是否分设的不同样本公司，管理层持股对企业投资行为的影响。

对于假设(3)、(4)和(5)，为了研究管理层持股、流通股和法人股比例对上市公司的过度投资或投资不足的影响，我们借鉴了Vogt(1994)的研究方法，在模型中分别加入了交叉项"$Q_{i,t-1} \times (CF_{i,t}/A_{i,t-1})$"，当交叉项的系数为正时，表示公司受融资约束，可能投资不足；当交叉项的系数为负时，表示公司存在过度投资。

假设(3)、(4)和(5)的检验结果如下：

表 6-8　　假设 3 的实证检验结果一览表

组别	全样本		董事长与总经理分离		董事长与总经理不分离	
2003 年						
变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
(constant)	0.0343	0.0421	0.0211	0.219**	0.234**	0.241
	(0.449)	(0.516)	(0.262)	(2.500)	(1.810)	(1.343)
$DB_{i,t-t}$	-0.038	-0.402	0.0085	0.0056	-0.0107	-0.0109
	(-0.423)	-0.446	(0.089)	(0.060)	(-0.105)	(-0.104)
$CF_t/A_{i,t-1}$	0.784***	0.668*	1.112***	-1.571***	0.123	-0.0068
	(7.244)	(1.733)	(8.299)	(-2.822)	(0.394)	(-0.03)
$S_t/A_{i,t-1}$	-0.0168	-0.173	-0.0273	-0.0549**	0.0072	0.0072
	(-0.822)	(-0.845)	(-1.269)	(2.541)	(0.52)	(0.245)
$Tobin'q_{t-1}$	0.0245	0.0205	0.0065	-0.115**	-0.185*	-0.190
	(0.614)	(0.489)	(0.157)	(-2.438)	(-1.89)	(-1.363)

组别	全样本		董事长与总经理分离		董事长与总经理不分离	
Manager	-25.77	-26.757	-16.23	-36.796	-26.269	-25.063
	(-0.026)	(-0.213)	(-0.129)	(-0.3)	(-1.202)	(-1.146)
$CF_t/A_{i,t-1}×Q_{i,t-1}$		0.0691		1.809***		0.109
		(0.274)		4.959		0.058
R^2	0.112	0.112	0.149	0.198	0.196	0.196
Adj. R^2	0.102	0.1	0.139	0.186	0.041	0.003
F	11.085	9.230	14.271	16.681	1.265	1.014
Sig. F	0.000	0.000	0.000	0.000	0.309	0.439
N	446		413		33	

2004年

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
(constant)	0.0461	0.0405	0.0457	0.0359	-0.204**	-0.0073
	(1.238)	(0.890)	(1.164)	(0.754)	(-2.183)	(-0.058)
$DB_{i,t-t}$	-0.104***	-0.105***	-0.108***	-0.108***	0.0268	0.0368
	(-2.810)	(-2.810)	(-2.750)	(-2.750)	(0.521)	(0.772)
$CF_t/A_{i,t-1}$	0.432***	0.518	0.435***	0.584	0.138	-1.831**
	(7.030)	(1.293)	(6.868)	(1.413)	(1.610)	(-2.169)
$S_t/A_{i,t-1}$	0.0216**	0.0215**	0.0229**	0.0227**	-0.0071	-0.0102
	(2.209)	(2.197)	(2.221)	(2.195)	(-0.591)	(-0.907)
Tobin'q_{t-1}	0.0127	0.0159	0.0133	0.0213	0.176**	-0.0093
	(0.517)	(0.521)	(0.586)	(0.674)	(2.365)	(-0.089)
Manager	16.053	15.876	-14.994	-14.674	5.25	3.749
	(0.421)	(0.795)	(0.732)	(0.715)	(-0.2)	(-0.153)
$CF_t/A_{i,t-1}×Q_{i,t-1}$		-0.0679		-0.117		1.648***
		(-0.217)		-0.365		(2.344)

组别	全样本		董事长与总经理分离		董事长与总经理不分离	
R^2	0.154	0.154	0.159	0.160	0.294	0.421
Adj. R^2	0.144	0.142	0.149	0.147	0.159	0.283
F	15.977	13.293	15.454	12.873	2.169	3.036
Sig. F	0.000	0.000	0.000	0.000	0.089	0.023
N	446		314		32	
2005年						
变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
(constant)	0.0767×	0.101*	0.0865*	0.127**	0.0463	0.0264
	(1.813)	(1.852)	(1.878)	(2.075)	(0.627)	(0.323)
$DB_{i,t-1}$	-0.106***	-0.105***	-0.116***	-0.113***	-0.0469	-0.0408
	(-1.817)	(-2.769)	(-2.870)	(-2.79)	(-0.689)	(-0.588)
$CF_t/A_{i,t-1}$	0.162**	-0.152	0.176**	-0.342	-0.144	0.236
	(2.038)	(-0.336)	(2.079)	(-0.660)	(-0.813)	(0.357)
$S_t/A_{i,t-1}$	0.0148	0.0145	0.0163	0.0158	0.0089	0.0094
	(1.477)	(1.433)	(1.523)	(1.478)	(0.474)	(0.518)
Tobin'q_{t-1}	-0.0054	-0.0268	-0.0096	-0.0469	-0.0034	0.0083
	(-0.193)	(-0.648)	(-0.317)	(-0.985)	(-0.067)	(0.151)
Manager	0.801	0.269	-0.346	-0.498	122.68	127.445
	(0.04)	(0.705)	(-0.017)	(-0.024)	(1.184)	(1.213)
$CF_t/A_{i,t-1} \times Q_{i,t-1}$		0.269		0.449		-0.290
		(0.705)		(1.013)		(-0.597)
R^2	0.036	0.037	0.039	0.042	0.059	0.071
Adj. R^2	0.025	0.24	0.028	0.028	0.001	0.003
F	3.279	2.812	3.321	2.939	0.378	0.368

组别	全样本		董事长与总经理分离		董事长与总经理不分离	
Sig F	0.006	0.011	0.006	0.008	0.860	0.893
N	446		410		36	

注：＊＊＊，＊＊和＊分别表示该变量的参数在1%、5%和10%水平上显著相关。括号中的数值为t值。

从表6-8的回归结果可知，2003～2005年，样本公司中当董事长与总经理分离时，与全部样本相比上市公司高管持股与企业的投资支出系数为负，但不显著，说明上市公司高管持股对企业的过度投资有一定的抑制作用。当董事长与总经理不分离时，高管持股与企业的投资支出的关系没有得到统一的结论。总结其原因，可能是所有的样本公司中，高管持股比例都较低，不能对高管进行足够的激励。

从表6-9的检验结果可知，我国目前法人股股东在公司的经营中对企业的投资决策并没有发挥应有的作用，在2003年样本公司的法人股比例与投资支出正相关，而2004年和2005年，样本公司的法人股比例与企业投资支出负相关，并且都没有通过显著性检验，不支持假设4。说明上市公司的法人股并没有起到应有的监督作用，抑制公司的过度投资行为。

表6-9　　　　假设4的实证检验结果一览表

年度／变量	2003年		2004年		2005年	
	系数	t	系数	t	系数	t
(constant)	0.0250×	0.326	0.0486	1.293	0.0705	1.653*
$DB_{i,t-t}$	-0.0448	-0.501	-0.104	-2.8***	-0.109	-2.879***
$CF_t/A_{i,t-1}$	0.788	7.285***	0.432	7.022***	0.165	2.084**
$S_t/A_{i,t-1}$	-0.0167	-0.823	0.0213	2.176**	0.0155	1.554
Tobin'q_{t-1}	0.0211	0.534	0.0104	0.477	-0.0058	-0.206
Lp	0.0603	1.171	-0.0021	-0.09	-0.0275	-1.057

年度 / 变量	2003 年		2004 年		2005 年	
	系数	t	系数	t	系数	t
R^2	0.115		0.152		0.038	
Adj. R^2	0.104		0.143		0.027	
F	11.384		15.825		3.51	
Sig. F	0.000		0.000		0.004	
N	446		446		446	

从表 6-10 的检验结果可知，对于流通股比例与上市公司投资支出的关系也没有得出统一的结论，在 2004 年样本公司的流通股比例与投资支出负相关，而 2003 年和 2005 年，样本公司的流通股比例与企业投资支出正相关，且都没有通过显著性检验，检验结果与假设 5 一致。这说明我国上市公司流通股东资金分散，股权比例小，监督的成本使得小股东更倾向于搭便车和用脚投票。因此，流通股比例的大小应该与公司投资行为无关。

表 6-10　　假设 5 的实证检验结果一览表

年度 / 变量	2003 年		2004 年		2005 年	
	系数	t	系数	t	系数	t
(constant)	0.0336*	0.409	0.0495	1.248	0.0659	1.465
$DB_{i,t-1}$	-0.0393	-0.435	-0.104	-2.774***	-0.109	-2.879***
$CF_t/A_{i,t-1}$	0.784	7.246***	0.432	7.011***	0.166	2.091**
$S_t/A_{i,t-1}$	-0.0165	-0.808	0.0213	2.159**	0.0153	1.528
$Tobin'q_{t-1}$	0.0242	0.601	0.0107	0.486	-0.0083	-0.293
Trade	0.0024	0.022	-0.0046	-0.097	0.0348	0.697
R^2	0.112		0.152		0.037	
Adj. R^2	0.102		0.143		0.026	

变量 \ 年度	2003 年		2004 年		2005 年	
	系数	t	系数	t	系数	t
F	11.075		15.826		3.379	
Sig. F	0.000		0.000		0.005	
N	446		446		446	

注：* * *，* * 和 * 分别表示该变量的参数在 1%、5% 和 10% 水平上显著相关。

6.6 研究结论与启示

通过对 2003 ~ 2005 年深市和沪市的 446 家上市公司为研究样本，研究发现：(1)上市公司投资—现金流显著正相关，投资与现金流高度敏感。(2)投资与负债负相关，说明负债能够抑制上市公司的过度投资行为。(3)上市公司第一大股东持股比例与企业投资支出之间的关系并没有得出统一的结论。但是，当第一大股东持股比例超过 60% 时，大股东持股比例与上市公司投资负相关。(4)除了 2003 年，国家作为第一大股东上市公司与第一大股东为非国家股的上市公司相比，存在过度投资。(5)当董事长与总经理分离时，上市公司高管持股对企业的过度投资有一定的抑制作用。当董事长与总经理不分离时，高管持股与企业的投资支出的关系没有得到统一的结论。(6)上市公司中无论是法人股还是流通股比例的大小与公司投资行为无关。

本章研究结论对目前管理层的报酬激励问题、经理的任命制度以及公司价值的度量标准有一定的参考价值，在管理层持股比例较低以及经理的任命受制于控股股东的情况下，通过适当提高管理层持股比例并不能很好地解决股东与经理之间的利益冲突，而且经理在财务决策中不会发挥很大的作用，因此不会诱使公司管理层朝着股东设想的公司价值最大化的目标努力。

7. 负债融资与企业非效率投资行为

7.1 引言

随着我国资本市场的发展，我国上市公司出现了大量的非效率投资问题。一方面上市公司将增发募集资金盲目投资于各种效益并非理想的新投资项目以扩大公司投资规模，大量资金被用于高风险的证券投资，改变投资方向等过度投资行为；另一方面用募集资金偿还银行贷款，存放银行获取利息，委托金融机构投资或资金严重闲置等投资不足行为。

治理企业非效率投资行为一直是许多财务学家关注的话题。西方学者从不同的角度进行了研究，负债融资对企业投资行为的影响是研究较多的一个课题。西方大量的文献研究认为，债务契约具有刚性约束能够产生“控制效应”，可增强对控股股东或管理层的监督和约束，减少两权分离的代理成本，抑制他们投资于低效率项目获取个人私利的行为，从而提高投资效率(Jensen 和 Meckling，1976；Jensen，1986；Stulz，1990)。但我国的资本市场是在政府行政力量主导下产生和发展起来的，由于我国转轨时期特殊的产权制度安排，政府对企业的行政干预等因素，上市公司的股权结构不具有伯利—米恩斯范式下的分散化特征，高度集中的股权结构使我国的上市公司主要由控股股东控制，存在“一股独大”现象，股东与经理人之间的利益冲突让位于控股股东与中小股东的利益冲突。上市公司主要由国有企业改制而来，与西方上市公司相比存在着股权的特殊性和政府目

标的多元化,以及国有企业与国有银行产权同质性等使得股东、债权人和管理者的利益冲突发生变化,表现出不同的委托代理特点,代理关系更为复杂,上市公司的融资和投资行为都表现与国外上市公司不同的特点。在这种背景下,上述的研究结论是否对我国转轨经济时期的企业投资行为适用?在我国企业存在控股股东控制的情况下,负债融资与投资行为的关系到底是怎样的呢?负债融资是否能起到对企业非效率投资行为的治理呢?本章以我国上市公司为样本,对上述问题进行深入探讨,并为规范上市公司投资行为,促进社会经济资源的优化配置提供一些经验性的结论。

7.2 国内外文献回顾

7.2.1 国外文献回顾

Jensen 和 Meckling(1976)的经典研究奠定了负债与投资关系研究的理论基础,他们采用数学模型解释了负债影响企业投资的两种机理:一是股东—债权人冲突对投资决策的影响,其后果主要有资产替代和投资不足;二是负债的相机治理作用,即负债通过调整股东—经理人冲突,间接影响企业投资决策。

Jaffee 和 Russel(1976)认为,事前隐藏信息的逆向选择问题不仅存在于股权融资方式下,在企业债权融资时同样发生。当企业通过债务进行融资时,企业内部经营管理者和外部债权人之间就现有资产价值和投资项目的赢利能力存在信息不对称,这种信息不对称的存在从两个方面影响企业的债务融资成本和投资方向:一是当债权人合理预期到在涉及投资项目未来现金流量方面处于信息劣势者的地位,并有可能承担因信息不对称而招致的逆向选择风险时,债权人可能会减少甚至放弃对企业的投资,使企业在投资项目的净现值大于 0 的条件下仍无法筹集到足够的资金,而不得不放弃投资项目,发生投资不足;二是

当债权人对企业的现有资产和投资项目的现金收益流量缺乏足够的信息时，债权人只能根据有限的信息对企业发行的债券的市场价值按一个平均价格进行评价，优质企业的债券价值可能被低估，这些企业为避免承担信息不对称下的融资成本上升，会放弃有利可图的投资项目。相反，劣质企业的债券可能被高估，降低了这些企业的融资成本，这些企业会因此出现不考虑回报的过度投资的非效率投资行为。

Jensen（1986，1993）指出，负债能产生“控制效应”，也就是说，除了获得税盾收益之外，企业通过举债引入了债权人的监督，这在一定程度上增强了对管理者的约束能力，使管理层不那么容易将资金耗费在低效率项目上，此时负债就能发挥相机治理的作用，约束经理的过度投资行为。管理者建立个人帝国的选择，将会使管理者花费所有可利用的资金在投资项目上，企业的投资会随着企业财务杠杆的增加而减少，这是因为当期较高的债务支付会迫使现金流出企业，从而减少管理者的自由决定的预算。

Jensen 和 Meckling 指出，如果股东/经理有机会先发行债券后决定采取哪种投资，然后在市场上出售其全部或部分保留的股权，那么他对两个期望总收益相同，但方差不同的投资的选择就会存在差异。因为股东/经理可以通过先许诺选择方差较低的项目以出售债券，而后却选择方差较高的项目，将财富从不谙此道的债券持有人那里转移到作为股权持有人的自己手中。所以在负债较大的筹资结构下，股东/经理有强烈的动机去进行那些尽管成功机会甚微但一旦成功获利颇丰的投资。如果这些投资成功，他将获得大部分收益，而如果它们失败则债权人承担大部分损失。Titman（1984）、John、Senbet（1988）、Heinkel 和 Zechner（1990）也强调了负债的相机治理作用，认为负债具有相机治理作用，可以减轻股东和经理冲突导致的过度投资行为。

Stulz（1990）以股东极度分散的公司为例，指出负债融资可

以减少管理者控制资源,限制管理者过度投资的行为。

Hart、Moore(1995)和Zweibel(1996)还指出高负债能限制较少受监督的管理当局投资非获利项目,即限制过度投资,控制投资规模。因为管理当局必须使用现金流满足债务合同的限制条款,偿债的利息支出也直接减少了可用于投资的现金流。Chang(1993)的研究也得出了类似的结论。

Ndikumana(1999)指出,管理当局"建造帝国"的动机还可能被债权人重组甚至在违约时清算资产的法定权力约束。高负债增大了公司破产的可能,管理者可能采取更保守的投资战略。

Stulz 和 Johnson(1985)、Berkovitch 和 Kim(1990)以及Gertner和Scharfstein(1991)等对过度负债影响投资效率问题进行了研究。他们认为,过度负债对投资效率的影响主要表现在两个方面:一是被动放弃对股东而言有利的投资项目,出现投资不足。当企业拥有较多的负债余额而又缺乏偿还资金时,企业可能因此导致再融资能力低下,从而不得不放弃净现值为正的投资项目;二是主动放弃对债权人而言有利的投资项目,出现投资不足的结果。当企业虽拥有净现值为正的投资机会,但该净现值小于或等于企业现有负债额度或即将借入的负债额度时,尽管对债权人有利,然而,就股东来看,股东实施投资项目所得的收益将全部由债权人获得,股东无任何利益。因此,即使该项目的净现值为正,股东也不一定实施。

Stulz(1990)进一步调查了融资政策如何被用来限制经理层在拥有股东所没有的信息时追求其自身目标的能力。他在经理人对增长有兴趣,但无法可靠地向市场传达其公司投资机会的模型中指出,经理人在现金流高时会倾向于过度投资,当现金流低时投资不足。其分析表明公司的债务—股本比关键取决于现金流的分布概率和公司的投资机会。尤其是,具有负的预期自由现金流,但投资机会不佳的公司股东可能会希望公司发行债券。这样经理层会控制更少的财力资源,而具有正的预期自由

现金流但有好的投资机会的公司股东可能想经理层筹资更多的资金,以降低一些正 NPV 投资机会不被利用的概率。

Myers 则认为,当经理与股东利益一致时,经理将拒绝那些能够增加企业市场价值但预期的收益大部分属于债权人的投资。Black 和 Scholes 用期权的概念诠释了这一现象,并指出投资项目的风险将影响股权与债权的价值,从而影响着企业的投资行为。他们把负债企业的股东看作是欧式看涨期权的持有者,而把债权人看作是向股东出售看涨期权的企业的拥有者。他们认为,看涨期权的价值随着标的资产(即企业)变异性的增大而增加,因此当其他条件不变时,投资项目的风险增加,企业的变异性增大,看涨期权的价值(即股权价值)也增加,而风险负债的价值等于企业价值和看涨期权价值之差,所以当投资项目风险增加时,债权价值减少。

20 世纪 90 年代以来,负债对企业过度投资行为治理得到了实证证据的广泛支持。例如, Lang、Ofek 和 Stulz (1996) 以 1970 ~ 1989年美国上市公司为研究样本,首先对上述理论进行了实证检验,在控制企业的投机机会后,他们的研究发现,在低成长企业中,企业的资本性支出与负债水平显著负相关,而在高成长企业中没有发现这种关系。由此,他们认为负债不会降低那些具有较好成长机会企业的投资支出,而对于成长机会较差的企业,负债能够发挥约束管理者过度投资的作用。

Aivazian et al(1996)以加拿大的上市公司为样本,研究了融资结构对企业投资决策的影响,他们发现融资结构与投资支出显著负相关,而且这种负相关效应在低成长公司中更加强烈。这个结论支持了负债融资的代理成本理论,尤其是为负债融资对低成长公司的治理机制理论提供了有力证据。

Cleary(1999)就企业的财务状况对企业投资决策的影响进行了实证分析,研究同样表明,企业当前的债务杠杆会限制未来的投资增长。

Barclay、Smith 和 Watts(1995)、Barclay 和 Smith(1999)则通过对美国30年来6700家工业企业的分析论证了投资机会对负债比例的决定作用,认为具有较多投资机会的高增长企业倾向于使用较少的负债,且负债持续期间较短。

Jensen、Bernanke 和 Gentler 认为由于内部资金的匮乏和外部融资的高成本造成的投资减少的问题,投资支出和负债同方向变动。因此,在这种情况下,企业的投资活动所需要的资金主要通过企业负债来筹集。

Friedman、Johnson 和 Mitton(2003)认为,在弱投资者法律保护的国家,债务是公司治理的一种替代。债务融资可以抑制经营者的道德风险进而降低股权融资契约的代理成本问题,因为当外部融资总额和经营者持股数量不变时,债务融资能提高经营者的持股比例。同时会因债务的刚性约束而导致企业内经理人可支配的自由现金流减少,一定程度上抑制企业经理人或控股股东的非理性投资行为。

Evgeny 和 Alexei(2003)研究也发现公司杠杆与投资规模间存在负相关关系。

但 McConnell 和 Servaes 认为融资结构对企业价值的影响存在两面性,就所有企业而言,负债融资的正、负效应理应同时存在。但因企业成长机会不同,其主导机制有所差异。在高成长企业中,债务契约代理成本带来的投资不足,占主导地位,导致负债和企业价值负相关;而在低成长企业中,负债的治理效应,占主导地位,约束了管理者的过度投资行为,导致负债与企业价值正相关。

此外,许多学者研究了债务期限结构与投资的关系。例如 Myers(1977)指出企业可以通过以下几种方式减少股东—债权人冲突引起的投资不足问题:(1)降低资本结构中的负债水平;(2)在契约中添加严格的限制性条款;(3)缩短负债的期限。他还特别指出,如果负债在期权行权之前到期,投资不足将消失。



可见，在负债水平不变的条件下，负债结构中短期负债的比例越高，负债代理成本越小，股东—债权人冲突引起的投资歪曲越少。

Barnea、Haugen 和 Senbet(1980)也指出，由于短期债券价值对企业资产价值的变化相对不敏感，所以短期负债可以降低过度投资的动机。

Stulz 和 Johnson(1985)建议，企业可以通过发行优先债券来控制投资不足问题，这是因为优先债券能够限制财富从股东向现有债权人转移，从而减少股东放弃这些投资项目的可能性。

Ho 和 Singer(1982)认为，由于短期负债总是先于长期负债到期，并获得偿付，所以，即使短期负债和长期负债在企业破产时具有相同的优先权，短期负债在企业正常经营下仍比长期负债具有更有效的优先权。因此，短期负债能够控制投资不足问题。

Barclay 和 Smith(1995)、Guedes 和 Opler(1996)在考察负债期限结构的决定因素时验证了 Myers(1977)的预期。Barclay 和 Smith(1995)考察了 1974 年到 1992 年间的 3 万多个样本，实证结果表明，企业投资机会中增长型期权越多，企业发行越多的短期负债，这一结果在广义上与 Myers(1977)相一致的，即当代理成本上升时，企业应缩短负债的期限。

Parrino 和 Weisbach(1999)运用模拟的方法验证了期限越长的负债，股东—债权人冲突越严重，代理成本越高。他发现，短期负债居多的企业，基本上没有股东—债权人冲突引起的代理成本，但当负债期限变长后，由于负债价值对企业资产结构变得更敏感，现金流特点不同的企业，项目的实施对长期负债价值有很显著的影响。

Ozkan(2000)运用广义矩估计方法考察了英国非金融行业企业的负债期限结构，他的实证结果再一次为负债期限结构与投资机会之间的负相关关系提供了强有力的支持。

而 Stohs 和 Mauer(1996)的实证结果却不支持负债期限结构与投资机会之间的显著负相关关系,他们对此的解释是之前的研究没有控制杠杆率对负债期限结构的影响,从而影响了负债期限结构与投资机会之间的关系,因为投资机会中增长型期权越多的企业,其杠杆率往往越低,所以,这些企业很少有动力通过调节负债期限结构来减少因行使期权而带来的利益冲突。

Antoniou、Gnncy 和 Paudyal(2002)在对英国、法国和德国企业负债期限结构决定因素的研究中也得出了类似的结论。他们的研究表明,英国企业负债期限结构与投资机会显著正相关,即投资机会中增长型期权越多的企业,长期负债越多;法国和德国企业两者之间的关系则不显著。

王鲁平对西方理论文献中负债影响投资行为的四种途径及其结果表现作出了总结。如图 7-1。

7.2.2 国内文献回顾

我国学者对债务融资对企业非效率的投资行为的治理作用也进行了大量研究,但没有取得统一的结论。何进日、周艺(2004)对我国上市公司的研究发现,我国上市公司有着过度投资的表现,债务融资虽然不能完全消除企业过度投资的行为,但它能提高企业投资决策点,从而在抑制企业过度投资和非效率投资方面发挥作用。

童盼、陆正飞(2005)的研究表明,在我国的上市公司中,负债融资影响着企业的投资行为,负债比例与企业投资规模之间呈现负相关关系,在低项目风险企业中,既存在股东—债权人冲突引发的投资不足,又存在负债相机治理作用对过度投资的约束,使得负债比例与企业投资规模负相关;在高项目风险企业中,既存在股东—债权人冲突引发的过度投资,也存在负债相机治理作用,但由于负债的相机治理作用更强些,所以负债比例与企业投资规模仍然负相关,但其相关程度比低项目风险企业小。研究还发现,在我国上市公司中,不同来源的负债在公司治理中

所起的作用不同,不同来源的负债所引发的股东—债权人冲突的程度也有所不同;与银行借款相比,商业信用的债权人对企业的约束相对较少,股东更易通过歪曲投资来损害他们的利益。

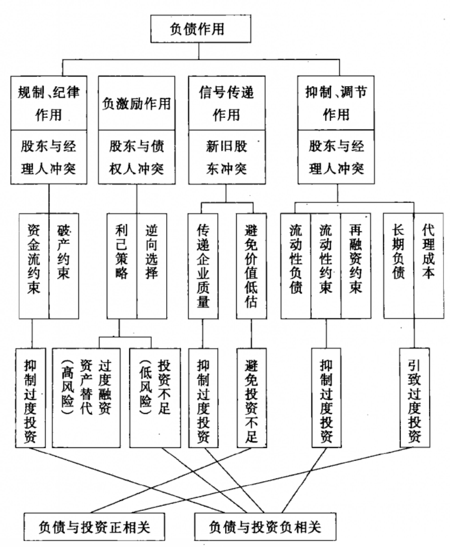


图 7-1　西方理论中负债影响投资行为的四种途径及其结果示意图

范从来、王海龙(2006)以 1998 ~2002 年长江三角洲地区制造业 99 家上市公司为样本,研究结果表明债务融资在阻止公司过度投资方面确实有积极作用。

油晓峰(2006)以2002年电子通信和化工行业板块的上市公司为研究样本,研究结果表明我国上市公司负债融资增加能够降低代理成本,进而降低管理机会主义,提高投资决策能力,从而达到抑制过度投资的目的。

崔丽、钟长军(2006)以2004年为研究窗口,选取2001年12月31日之前上市的2002~2004年各项数据完整的1125个上市公司(排除了金融行业和公用事业行业)3375个观察值为样本,研究了负债融资对企业投资行为的影响,研究在一定程度上证明了负债具有相机治理作用,即负债比率的增加可以抑制企业的过度投资行为;并且把负债分为短期负债和长期负债后,发现短期负债与投资规模负相关,而长期负债与投资规模正相关,说明短期负债有相机治理作用,能抑制企业的过度投资,但长期负债不具有这一作用。

辛清泉、林斌(2006)以我国2000~2004年的上市公司为样本,在政府、银行和企业三方的预算软约束框架内实证检验了企业投资支出和债务杠杆之间的关系。研究发现,企业投资支出整体上同债务杠杆呈负相关,但在国有绝对控股的上市公司中,企业投资支出对于负债水平不敏感,并且随着国有股权比例的上升,企业投资支出对债务杠杆的敏感度逐渐下降。

柳建华(2006)从预算软约束的视角,实证检验了我国企业银行负债的这种治理作用,研究结果表明,总体上我国企业银行负债抑制了投资规模的扩张;但相对于非国有控股上市公司来说,国有控股上市公司因具有更强的预算软约束预期,银行负债对其投资规模扩张的抑制作用更弱;相对于中央国有控股上市公司来说,地方国有控股上市公司的银行负债对其投资规模扩张的抑制作用更弱。

而覃斌(2003)对负债水平与投资效率的相关性检验,并就负债水平对国有控股企业和配股企业的投资约束进行了回归分析,得出了负债融资的治理机制并没有在国家控股的上市公司

中发挥作用，这些企业的过度投资仍然明显，即负债不能约束过度投资。

杨亦民、刘星(2005)研究发现，我国上市公司负债融资、股权融资和自由现金流量这三种主要资金来源都存在不同程度的过度投资行为，而治理机制在抑制过度投资行为上的功能较弱。

刘星、杨亦民(2006)以2000年前上市的所有A股公司为基础确定的研究样本，检验了融资结构是否影响投资不足或过度投资动机诱导下的企业投资决策。研究发现整体样本融资结构与投资支出显著负相关，并且这种关系在不同的方法检验中非常稳定。在分类样本检验中，融资结构与投资之间的负相关关系在高成长企业中进一步提高，但是在低成长企业中二者之间的负相关关系并不显著。实证结果支持了负债代理成本理论，却没有发现负债治理机制有效的证据。他们认为我国上市公司的融资结构对企业投资行为的影响没有表现出正、负效应的两面性，而是负面效应占主导地位。

兰艳泽(2005)以1999年至2004年间国有控股(国家股、国有法人股)比例连续6年大于50%的179家国有控股上市公司为样本，将其分为非效率投资组与效率投资组，研究发现，两组是以资产负债率、资产银行借款率、资产长期银行借款率作为负债水平的替代指标，负债水平在统计上均不存在显著差异。负债对投资效率不存在显著的相关性，即负债对非效率投资无显著治理功效。

伍利娜、陆正飞(2005)运用实验研究方法说明一定融资结构下的股东—债权人利益冲突对企业投资行为的影响，他们研究发现，资产负债率与投资不足及过度投资行为的发生均呈现正相关关系，而且企业的盈利状况越差越会加剧这种投资不足和过度投资行为。

韩德宗、向凯(2003)以医药、生物制品行业为例，考察了我国上市公司的负债期限结构。实证结果却表明，有较多投资机

会的公司并没有较多地利用短期债务，即我国上市公司在解决投资不足问题上并未利用债务期限工具，与国外研究结果相左。

王鲁平、毛伟平、李静(2006)运用1998～2004年制造业国有控股上市公司的面板数据，对国有控股上市公司中负债对投资行为的影响进行实证分析及检验，揭示出国有控股上市公司中负债对投资行为的影响作用。研究结果表明，负债比率与企业的投资支出存在较弱的负相关关系；项目风险较低的企业中，负债比率与投资支出显著正相关，且相关程度要高于项目风险高的企业；低增长企业中，负债比率与投资支出显著负相关，且相关程度高于高增长企业；短期负债与投资支出显著负相关，而长期负债与投资支出正相关；从负债的来源看，商业信用与投资支出负相关，而银行借款和其他长期负债均与投资支出正相关。在文中作者还对负债影响投资行为的四种途径在国有控股上市公司中的适应程度分析(见表7-1)。

何源、白莹、文翘翘(2007)通过一个大股东—中小股东委托代理模型研究，指出在引入负债融资后，由于债务具有优先受偿权(债务本金和利息的偿还)和债权人的监督，从而在一定程度上抑制了控股股东的过度投资行为，尤其是与大股东具有很强谈判能力的债权人的融资。

7.3 实证研究设计

7.3.1 理论分析与研究假设

7.3.1.1 理论分析

Modigliani和Miller(1958)认为在不考虑税收、代理成本、信息不对称、破产风险等因素的理想环境下，企业的资本结构与其价值无关，然而现实并非如此。随着委托代理理论、信息经济学、契约理论的发展，人们在放松MM定理的严格假设后，发现理论上存在最优的资本结构，即债务的引入会影响到企业的理

财行为进而导致企业价值的变化。Williamson(1988)就认为债权不仅是一种融资工具,也是公司治理的一种形式。

表 7-1　　负债影响投资行为的四种途径
在国有控股上市公司中的适应程度分析一览表

途径	西方理论要点	上市公司现状	影响结果
负债的相机治理作用对企业投资行为的影响	1. 理论前提:股东与经理人存在明显的利益冲突	由国有企业改制而来,有复杂的委托代理关系	经理人与国有股东合谋与中小股东存在冲突
	2. 投资增长机会较少时容易引发投资过度	国有控股上市公司代理关系特殊	国有控股股东与经理人都有扩大投资的动机
	3. 成熟市场下负债可能通过减少现金流约束投资	证券市场不成熟	预算软约束
	4. 施加破产压力约束投资	破产机制不完善	无法发挥"相机性控制"
股东与债权人冲突对企业投资行为的影响	1. 理论前提:处于财务困境	国有控股上市公司高度依赖银行借款	银行负债比率高
	2. 当负债比例较大时,投资项目风险高则导致投资过度;低则投资不足	国有股权肩负就业率、社会稳定等多重目标,降低了风险偏好程度	负债比率较大时,项目风险高时股东投资欲望减弱,风险低时促进投资
负债的信号传递作用对企业投资行为的影响	1. 信息不对称时,增加负债可以避免企业价值被低估带来的损失,抑制投资不足	国有控股上市公司股东及经理人身份特殊	大股东和管理层提高企业价值动力不足,小股东有动力但能力不足
	2. 投资者可以根据负债信息来判断继续投资与否,从而约束经理人过度投资	股票市场供需失衡,上市公司质量不高且利润分配不规范现象普遍	市场投机气氛浓厚,投资者成为有限理性或非理性的投资者

途径	西方理论要点	上市公司现状	影响结果
负债的期限结构对企业投资行为的影响	1. 大量借人短期负债，利用流动性压力约束过度投资	短期负债占总负债比重很大	此途径可有效约束投资
	2. 短期负债到期日短，创造再融资困境约束投资	商业信用占短期负债比重大	此途径可有效约束投资
	3. 长期负债由于其较高的代理成本而对经理人形成资产替代的激励	银行借款与公司有同源性，政府干预现象普遍占总负债比重很小	银行短期贷款的再融资约束被弱化了 我国破产机制不健全、债权约束力弱投资约束能力较弱，其他长期负债更容易激励经理人的过度投资

代理理论认为，在委托代理关系中，代理人因不拥有或较少拥有剩余索取权而使其努力经营所支付的成本与所得不对称，这种委托人和代理人的效用函数的不一致性，使代理人往往会因最大化私利而导致其行为偏离委托人的最优利益目标，从而产生股东与经理人之间的代理问题（Jonsen 和 Meckling，1976）。

Jensen（1986，1993）进一步指出在企业存在自由现金流时，经理人会无视股东利益的损失，投资于能为其自身带来利益的项目。同时在集中的股权结构下，由于大股东掌握了企业的绝对控制权，尤其是当资本市场缺乏对外部投资者有效的保护机制而又不能有效约束控股股东行为时，掌握企业控制权的控股股东有动力通过其所拥有的企业决策控制权，利用信息优势、关联交易、资产重组等手段来侵害外部投资者的利益以实现自身控制权利益最大化的目标。

而负债融资可以抑制股东—管理者的冲突，降低股东经理之间的代理成本，防止企业过度投资行为，提高投资效率。因为

负债本息的固定支付将有利于减少企业的闲置资金，抑制经理因闲置资金过多而进行的有利于自己而不利于股东的过度投资行为。负债的上述作用我们称之为负债的相机治理作用，负债的相机治理作用源于负债本身的性质，即在企业正常经营情况下，债权人按债务契约规定获取固定利息收入，债权人不拥有企业的剩余控制权；但当企业破产时，债权人通过清算，获取企业的剩余索取权。

因此，负债可以从两个方面降低股东经理冲突引起的代理成本，一方面，负债本金与利息的支付可以减少可供经理支配的现金；另一方面，负债使经理面临更多的监控和破产风险，一旦企业不能按期偿还债务则公司的控制权将归债权人所有，经理丧失从企业取得的各种利益。相比较股权融资的无偿性，债权融资是需要定期还本付息的，所以债权融资就减少了经理对自由现金流的滥用；而公司投资与公司自由现金流总是正相关的，债权融资对公司现金流的限制可以制约公司经营管理者的过度投资行为。适当比例和期限结构的债务融资，以及相应的定期还本付息的压力，会促使公司强制清算和退出。这种破产清算的压力会对公司经理的行为产生正反馈的效应。因为一旦公司破产，公司经理就有可能失去对公司的控制权，同时丧失来自于公司的各种收益，所以对于经理来说，破产成本可能是很高的。为了维持公司的持续经营，经理必然会努力工作，自觉抑制过度投资，提高公司投资效率。

通常来说，企业除了可以通过降低资本结构中的负债水平和在契约中添加严格的限制性条款等方式减少股东—债权人冲突引起的投资歪曲问题外，还可以采用缩短负债期限的方式。大量文献研究也表明，负债期限越长，股东—债权人冲突越严重，负债代理成本越高，由此引起的过度投资、投资不足程度也越大。

这是因为以短期负债为主的企业的负债代理成本很低，短期

负债价值相对于长期负债价值对企业资产价值的变化更不敏感，而且短期负债使企业经常面临还本付息的流动性压力与短期再融资压力，这就迫使股东/经理约束自身偏好风险的欲望，所以，短期负债可以降低资产替代的动机。另外，短期负债总是先于长期负债到期，并获得偿付。所以，即使短期负债和长期负债在企业破产时具有相同的优先权，短期负债在企业正常经营下仍比长期负债具有更有效的优先权，而且短期负债要求企业经常重新签订债务契约，这就迫使股东/经理约束自己放弃对债权人有利的投资项目的欲望，因此，短期负债能够控制投资不足问题。

可见，在负债水平不变的条件下，负债结构中短期负债的比例越高，负债代理成本越小，股东—债权人冲突引起的投资歪曲越少。而且相对于长期负债来说，短期负债更有利于经常性的削减企业的现金流，增加企业发生财务危机的可能性，激励管理者更有效地使用资金，从而抑制管理者的过度投资动机。

一般来说，企业负债主要有三大来源，即银行借款、商业信用与企业债券。但我国上市公司的负债目前主要来源于银行借款和商业信用，企业债券融资在我国上市公司负债中所占比重很小，因此，我们只考察银行借款与商业信用对投资的影响。

商业信用是企业在经营过程中自然形成的负债，期限通常较短，而且往往与特定的交易行为相联系，它在信用期内可以无偿使用，无需支付利息。由于商业信用比较分散，单笔交易的金额一般又较小，商业信用债权人对债务人基本上没有约束。与商业信用不同，银行借款一般金额较大、期限长，需要支付利息，而且其债权人是专业性的借贷机构，拥有一大批信贷方面的专业人才。但相对来说，其对债务人的约束比商业信用的债权人强，一般而言，借款之前要接受债权人银行规范的信贷审核，通过审核后还要签订正规的借款合同，有的还需提供抵押物或担保品，有的借款合同中甚至包括一系列的限制性条款，如对企业的财务状况、再融资行为、股利分配行为等提出要求，以防止银

行的利益受到侵害。而且,银行较供应商对企业的参与程度更多些,在大多数情况下,银行都是债权人参与公司治理的主要代表,有能力对企业进行干涉和对债权资产进行保护。所以,相对于商业信用,银行借款债权人的利益不易被侵害,而且此类负债的相机治理作用相对较强。因此,在我国上市公司中,不同来源的负债在公司治理中所起的作用不同,所引发的股东—债权人冲突的程度也有所不同。

7.3.1.2　债务融资对企业投资影响的模型分析

我们假设某企业现因投资项目需要从外部筹集资金。在此我们只采用两种最普通的融资方式:普通股和普通债券,而不考虑包括可转换债券,优先股在内的其他融资方式。在融资的过程中,因信息不对称企业的经理人天生就拥有信息优势,他们准确知道企业真实价值及未来投资项目风险和收益等有关信息。而投资者只知道企业现有价值,对投资项目的预期净现值不清楚,只能用所有上市企业投资净现值的平均期望值 $E(E=\sum_{i}^{n}E_iP_i)$代替。其中,Ei 企业投资项目的预期净现值;Pi 外部投资者对 i 企业投资项目预期收入净现值的主观判断概率。

A 方案:企业以发行新股方式来筹集投资所需要的全部资金。

假设:V_i,i 企业发行新股前的价值;S,发行新股筹集的资金;E_i,投资项目预期净现值;α,未来投资项目实施后,新股东占企业新价值中的比例 $\alpha=\frac{1}{V_i+S+E}$。

对现有股东而言,只有当$(1-\alpha)(V_i+S+E)>V_i$ 时才会实施投资。

上述不等式实质上表明老股东只有当自己在未来企业新价值中所分享的价值大于其现有价值时才会实施投资项目。

对上式进行推倒,可以得出在这种约束条件下企业对项目投资预期净现值应满足的条件,或者说是投资决策点(cut-off

level)：

$$E_i > -\frac{\alpha}{1-\alpha}E$$

我们知道，只要 E>0，则$-\frac{\alpha}{1-\alpha}E<0$，此时有可能出现以下不等式：

$$0 > E_i > -\frac{\alpha}{1-\alpha}E$$

此不等式表明，即使在 ii 企业投资净收益 $E_i<0$ 的情况下，现有股东、经理人仍完全有可能实施投资项目，从而产生过度投资和非效率投资，造成社会资源的浪费。

B 方案：企业以债券融资的方式筹集投资所需的全部资金。

假设：D_i：企业发行债券的融资额，为便于比较我们假设债券的融资额和发行新股的融资相同，即 $D_i=S_i$；为简化模型假设利息为 0。

C_i：i 企业债券融资的破产成本。

其他假设保持不变。

在这种情况下，企业股东、经理人实施投资的条件为：

$$(1-\beta)(V_i+E_i+D_i-C_i)>V_i$$

β 为投资项目实施后，债权人在企业新价值中所占的比率。

$$\beta=\frac{D_i}{V_i+E+D_i}$$

$\because D_i=S_i \quad \therefore \beta=\alpha$

同样可以推导出在这种约束条件下，投资项目净现值应满足的条件，即投资决策点：$E_i>-\frac{\beta}{1-\beta}E_i+C_i$

我们将以股权融资条件下不等式与以债权融资条件下的不等式进行对比，我们发现，在债权融资条件下，由于破产成本 Ci 的约束，企业的投资决策点将会大幅度上升，过度投资可能性将会降低，但是并不能完全消除企业过度投资的可能性，因为有可



能会出现下列情况：

$$0>E_i>-\frac{\beta}{1-\beta}E_i+C_i$$

通过以上模型分析，我们明白当存在信息不对称时，企业融资行为的差别将对企业投资决策和效率产生影响，即债务融资虽然不能完全消除企业过度投资、非效率投资，但是相对于股权融资而言，债务融资能够大幅度提高企业的投资决策点（cut-off level），减少企业盲目投资的行为。

7.3.1.3　债务融资在公司治理中的作用

企业的融资结构不仅是反映在资产—负债表上的各种财务数据、指标，而且还是股东（所有者）进行公司治理的有效工具。公司使用债务可以适当地克服由于外部权益融资所带来的代理成本问题。詹森和麦克林从两个方面进行论述。首先，外部权益的代理成本随着外部权益持有数量的增加而增加，使用债务融资意味着减少外部股权融资，减少股东与经理的代理成本；第二，使用外部债务融资，将减少经理的过度消费。由于还本付息的负担是由合同来执行的，债务负担就会成为企业家行为的有效约束，在管理无效的情况下，债务人接管资产会使经理或企业家失去对公司的控制。

现代公司治理理论认为，债权人的治理作用应表现在以下方面：

（1）在经营者对企业的绝对投资不变的情况下，增加投资中的负债比重将增大经营者的股权收益，激励经营者努力工作。Grossman 和 Hart（1982）认为，债务作为一种担保机制能够促使经理更加努力工作，作出好的投资决策，从而降低由于所有权与控制权分离而产生的代理成本。

（2）由于负债的利息采用固定支付方式，负债的利用减少了企业的自由现金流量，从而削弱了经营者从事低效投资的选择空间和限制了经营者的在职消费。Fama（1990）的研究表明，贷款和债券提供了代理人集中监控违约风险的一种方式。随着清

偿契约的临近和约束,债权人可有效降低债务契约中的执行成本(如债务资产证券化)。此外,短期债权可以减少经营者所控制的自由现金流量(Jensen,1986),而长期债权可以阻止经营者进行利己的非盈利投资(Hart 和 Moore,1995)。由于可以用现有资产的未来收益填补新项目的亏损,即使新项目的净现值可能为负,经营者也有利用公司债务结构中不含长期债务进行投资的动机。经营者可以通过扩大他的企业帝国,提高他的非货币收益。反之,若企业拥有较多的长期债务,则可限制经营者进行过度投资。

(3)债务作为一种担保机制,可以降低融资的代理成本,促使经营者努力工作。Ross(1977)的信号传递模型中指出,由于在经营者与外部投资者之间存在对公司收益的不对称信息,如果市场对公司的证券估价过高,经营者将受益。但是,如果公司破产,经营者要受到重大损失。在破产概率和公司质量负相关、而同负债水平正相关的前提下,外部投资者将把较高的负债水平视为高质量的一个信号,而低质量的公司无法通过发行更多的债券来模仿高质量的公司。

(4)在股权分散的现代公司中,适度负债还可以缓解小股东"搭便车"所引起的股权约束和"内部人控制"问题。公司的债务数量规定着公司控制权的分配。在承认契约的不完全和未来的不确定性的前提下,Aghion 和 Bolton(1992)指出,由于投资者和企业家在公司经营过程中的潜在利益存在着不一致,投资者只关心货币收益,而企业家还关心非货币收益,这种潜在的利益冲突并不能由事前的契约完全消除。那么,企业的控制权随融资结构的变化所实现的"相机控制"是最有效的。最佳的负债水平表现为当企业破产时,将控制权从股东转移到债权人的负债水平。

7.3.1.4 研究假设

根据以上分析,我们提出以下假设:



假设1:其他条件相同的条件下,负债比例越高,企业的投资规模越小,即负债比例和投资规模负相关。

假设2:在其他条件相同的条件下,短期负债比长期负债能更好的抑制过度投资(即短期负债与投资规模的负相关程度更大)。

假设3:商业信用与投资规模之间的相关程度和银行借款与投资规模之间的相关程度存在显著差异,且商业信用对投资规模的影响更大。

7.3.2 样本选择与数据来源

7.3.2.1 样本选择

(1)选择国内非金融类上市公司2003~2005年的财务数据为原始样本;(2)剔除2003~2005年间被ST和PT的公司以及拥有B股和H股的公司;(3)为保证公司投资行为的可持续性,剔除2003~2005年间变更主营业务以及进行过资产重组的公司;(4)剔除2003~2005年间第一大股东变更的公司。因为资产重组、并购行为可能会否定公司投资决策效果的持续性假说;(5)剔除数据缺失的公司;(6)剔除数据缺失的公司。最后我们共选择了总样本为446家公司2003~2005年的数据。

7.3.2.2 数据来源

样本的有关资料和财务数据来源于中国上市公司网站(www.cnlist.com)、巨潮资讯(www.cnicfo.com)、万得(Wind)咨询系统和国泰安信息技术有限公司开发的《中国上市公司财务数据库查询系统》(CSMAR)。所有数据利用Excel、SPSS等数据分析软件对数据进行处理和分析过程(以下同)。

7.3.3 变量定义

7.3.3.1 因变量的选择

本研究的因变量为企业的投资行为,并选择投资支出,即本期净投资/期初固定资产净值作为因变量,来衡量企业的投资支出。用公式表示为:

$$I_{i,t}=\frac{\Delta I_{i,t}}{K_{i,t-1}}$$

其中：$\Delta I_{i,t}$ = 固定资产及在建工程和工程物资的年度变化值。

资本存量 $K_{i,t-1}$ = 年初资产总值。

之所以用投资与资本存量之间的相对数作为表示投资规模的变量，是为了消除企业规模对投资的影响。

7.3.3.2　自变量的选择

本章的解释变量包括负债融资比例、短期负债比例、长期负债比例、银行借款比例（包括短期借款比例和长期借款比例）和商业信用比例。对于负债融资比例：本文采用滞后一期的资产负债率衡量负债比例，资产负债率 $DB_{i,t-1}$ =（负债总额/资产总额）×100%。从国内外已有的关于负债融资与企业投资行为之间的关系主要是采用滞后一期资产负债率作为解释变量（李胜楠、牛建波，2005；童盼、陆正飞，2005；杨亦民，2006；Lang et al，1996；Aivazian et al，2005）。基于本文的研究目的，本文选择期初负债水平作为解释变量，因为滞后一期的资产负债率比当期资产负债率对企业投资更具解释力，当企业进行当期投资决策时，股东、债权人之间的利益分配关系一般由期初融资结构决定，同样对于其他变量也采用滞后一期的变量来衡量。短期负债比例 $SDB_{i,t-1}$ =（短期负债总额/资产总额）×100%，其中短期负债=应付票据+应付账款+预收账款+短期借款；长期负债比例 $LDB_{i,t-1}$ =（长期负债总额/资产总额）×100%，其中长期负债=长期借款+应付债券。

我们以银行借款对总资产比例（简称 LPA）与商业信用对总资产比例（简称 BPA）为解释变量，分别表示不同来源的两种负债。银行借款对总资产比例=（长期借款+短期借款）/总资产；商业信用对总资产比例=（应付票据+应付账款+预收账款）/总资产。

7.3.3.3 控制变量

诸多文献表明,影响投资的因素很多,企业价值(托宾Q)、销售额(S)和现金流量等变量都会影响企业投资的大小,因此我们在模型中引入这些变量作为控制变量。

(1)投资增长机会(托宾Q)

投资增长机会是市场对企业收益的估价,是企业成长性及绩效的表现。企业的成长性越强,投资机会越大,则企业的投资需求越强,投资支出也就越大。考虑到中国上市公司的负债大部分是银行借款与商业信用,没有公开的市场价值,所以在计算托宾Q时,用负债账面价值代替。另外,中国上市公司股权是二元结构,由流通股与非流通股组成,非流通股不能上市流通,所以其价值不能简单地用股价来度量,一般用每股净资产进行衡量和交易,所以在计算股权市场价值时,我们分别用每股净资产和每股股价来代表非流通股和流通股价值。具体计算式为:

$$Q=\frac{\text{流通股股数}\times\text{每股股价}+\text{非流通股股数}\times\text{每股净资产}+\text{负债账面价值}}{\text{总资产}}$$

(2)销售额(S):以企业当期主营业务收入净额表示。

(3)现金流(CF):以企业当期经营活动流量净额表示。

7.3.4 研究模型设计

从国外对企业投资问题的研究来看,传统的投资模型主要涉及新古典模型、销售收入加速模型和托宾Q模型等。目前关于企业投资方面的研究多是源于这几种模型。国内有关负债与投资关系的实证研究中,具有代表性的是童盼、陆正飞(2005)对负债、负债来源与企业投资行为关系的研究。我们综合国内外的投资模型以及本文的研究目的,假定企业的投资行为是在年初制定的,且本期的投资支出与期初的资产负债率呈线性关系。在模型中引入经营现金流、投资增长机会和销售收入作为控制变量,建立如下投资模型:

$$I_{it}=\beta_0+\beta_1 DB_{i,t-1}+\beta_2 Q_{it}+\beta_3\frac{S_{it}}{A_{i,t-1}}+\beta_4\frac{CF_{it}}{A_{i,t-1}}+\varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$I_{it}=\beta_0+\beta_1 SDB_{i,t-1}+\beta_2 LDB_{i,t-1}+\beta_3 Q_{it}+\beta_4 \frac{S_{it}}{A_{i,t-1}}+\beta_5 \frac{CF_{it}}{A_{i,t-1}}+\varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$I_{it}=\beta_0+\beta_1 LPA_{i,t-1}+\beta_2 BPA_{i,t-1}+\beta_3 Q_{it}+\beta_4 \frac{S_{it}}{A_{i,t-1}}+\beta_5 \frac{CF_{it}}{A_{i,t-1}}+\varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

以上模型中，为了控制规模的影响，主营业务收入、经营现金流均使用了除以年初总资产得到的相对数表示。

7.4 研究结果与分析

7.4.1 样本的描述性统计

表7-2、表7-3和表7-4提供了样本公司各年的描述性信息。

表7-2　　2003年各项指标描述性统计表

	I_{it}	$DB_{i,t-t}$	$SDB_{i,t-1}$	$LDB_{i,t-1}$	$LPA_{i,t-1}$	$BPA_{i,t-1}$	$CF_t/A_{i,t-1}$	$S_t/A_{i,t-1}$	Tobin'Q_t
N	446	446	446	446	446	446	446	446	446
Mean	0.0808	0.4431	0.3772	0.0657	0.2270	0.1202	0.0535	0.7333	1.2661
Std. Erorof Mean	0.01399	0.0074	0.0072	0.0040	0.0062	0.0045	0.0059	0.0319	0.0134
Median	0.028	0.4453	0.3789	0.031	0.2333	0.0995	0.0558	0.5532	1.1933
Std. Deviation	0.2953	0.1565	0.1531	0.0856	0.1314	0.0958	0.1256	0.6731	0.2828
Minimum	-0.3174	0.0126	0.0126	0.0000	0.0000	0.0000	-1.2652	0.0041	0.9388
Maximum	4.9406	0.8516	0.7959	0.5014	0.6061	0.7671	0.7166	6.2450	3.5599

表7-3　　2004年各项指标描述性统计表

	I_{it}	$DB_{i,t-t}$	$SDB_{i,t-a}$	$LDB_{i,t-1}$	$LPA_{i,t-1}$	$BPA_{i,t-1}$	$CF_t/A_{i,t-1}$	$S_t/A_{i,t-1}$	Tobin'Q_t
N	446	446	446	446	446	446	446	446	446
Mean	0.0552	0.4705	0.3943	0.0760	0.2453	0.1393	0.0622	0.7602	1.1659

	I_{it}	$DB_{i,t-1}$	$SDB_{i,t-1}$	$LDB_{i,t-1}$	$LPA_{i,t-1}$	$BPA_{i,t-1}$	$CF_t/A_{i,t-1}$	$S_t/A_{i,t-1}$	Tobin' Q_t
Std. Error of Mean	0.0064	0.0080	0.0079	0.0046	0.0066	0.0052	0.0047	0.0301	0.0112
Median	0.0248	0.4880	0.3916	0.0389	0.250	0.1148	0.0627	0.5882	1.1038
Std. Deviation	0.1344	0.1695	0.1666	0.0964	0.1391	0.1092	0.1	0.6348	0.2370
Minimum	-0.3039	0.0108	0.0108	0.0000	0.0000	0.0000	-0.4722	0.0001	0.8653
Maximum	1.9872	0.8936	0.8936	0.5542	0.6939	0.6480	0.7065	4.9495	3.1009

表 7-4　　　　2005 年各项指标描述性统计表

	I_{it}	$DB_{i,t-1}$	$SDB_{i,t-1}$	$LDB_{i,t-1}$	$LPA_{i,t-1}$	$BPA_{i,t-1}$	$CF_t/A_{i,t-1}$	$S_t/A_{i,t-1}$	Tobin' Q_t
N	446	446	446	446	446	446	446	446	446
Mean	0.0394	0.4964	0.4205	0.0758	0.2552	0.1476	0.0646	0.7638	1.089
Std. Error of Mean	0.0065	0.0084	0.0085	0.0046	0.0067	0.0056	0.004	0.0314	0.0098
Median	0.0139	0.5146	0.4307	0.0407	0.2692	0.1209	0.0634	0.5767	1.0347
Std. Deviation	0.1378	0.1779	0.1802	0.0971	0.1417	0.1184	0.0835	0.6622	0.2073
Minimum	-0.3898	0.0081	0.0081	0.0000	0.0000	0.0000	-0.4030	0.0000	0.7976
Maximum	1.5230	1.1913	1.1368	0.5429	0.7150	0.7299	0.4146	5.1611	2.8147

从以上各表中我们可以看出，各年企业的固定资产投资规模标准差分别是均值和中位数的两、三倍以上，说明我国上市公司之间投资规模的差异较大。托宾 Q 值的平均值和中位数为逐年下降，各年分别是 1.2661、1.1659 和 1.089，反映了样本期间公司成长机会的市场预期逐年下降。总资产负债率的均值和中位数逐年增加，接近 50% 的负债融资，说明负债融资仍然是我国上市公司融资的主要来源。各年经营现金净流量的均值为 0.0535、0.0622 和 0.0646，远低于发达国家 0.16 左右的水平，表明我国上市公司的内源融资能力较弱经营业绩不理想。我国上市公司的负债期限结构中，平均短期负债率远大于平均长期负债率，短期负债融资在我国得到广泛应用。

7.4.2 回归结果

模型(1)各年回归结果如下表。

我们对各变量做了多重共线性检验,在表右侧对解释变量的共线性进行了诊断。其中容许度为每个自变量作为因变量对其他自变量进行回归分析时得到的残差比例,大小用1减判定系数来表示,该指标越小,共线性问题越严重。本研究结果中各变量的容许度都较大,而方差膨胀因子都比较小,检验结果说明进入模型的各变量之间不存在多重共线性。

表7-5　　2003年模型(1)的回归结果一览表

变量	2003年			
	参数估计	t	Tolerance	VIF
(constant)	0.211	2.658***		
$DB_{i,t-t}$	-0.0854	-0.968	0.913	1.096
$CF_t/A_{i,t-1}$	0.782	7.284***	0.956	1.046
$S_t/A_{i,t-1}$	-0.0159	-0.788	0.938	1.066
Tobin'q_t	-0.0965	-2.026**	0.962	1.040
R^2	0.119			
Adj. R^2	0.111			
F	14.923			
Sig. F	0.000			

注:***,**分别表示该变量的参数在1%、5%水平上显著相关。

表7-6　　2004年模型(1)的回归结果一览表

变量	2004年			
	参数估计	t	Tolerance	VIF
(Constant)	0.108	2.887***		
$DB_{i,t-1}$	-0.119	-3.281***	0.917	1.090

变量	2004年			
	参数估计	t	Tolerance	VIF
$CF_t/A_{i,t-1}$	0.435	7.093***	0.921	1.085
$S_t/A_{i,t-1}$	0.0213	2.181**	0.902	1.109
Tobin'Q_t	-0.0346	-1.366	0.961	1.040
R^2	0.156			
Adj. R^2	0.148			
F	20.307			
Sig. F	0.000			

注：***，**分别表示该变量的参数在1%、5%水平上显著相关。

表7-7　　2005年模型(1)的回归结果一览表

变量	2004年			
	参数估计	t	Tolerance	VIF
(Constant)	0.129	3.191***		
$DB_{i,t-1}$	-0.107	-2.941***	0.979	1.021
$CF_t/A_{i,t-1}$	0.166	2.100**	0.952	1.051
$S_t/A_{i,t-1}$	0.01399	1.406	0.950	1.052
Tobin'Q_t	-0.0531	-1.71*	0.995	1.005
R^2	0.042			
Adj. R^2	0.033			
F	4.855			
Sig. F	0.001			

注：***，**，*分别表示该变量的参数在1%、5%和10%水平上显著相关。

模型(2)各年回归结果如下表：

表 7-8　　2003 年模型(2)回归结果一览表

变量	2003 年			
	参数估计	t	Tolerance	VIF
(Constant)	0.205	2.575***		
$SDB_{i,t-1}$	-0.105	-1.124	0.846	1.182
$LDB_{i,t-1}$	0.0838	0.051	0.895	1.117
$CF_t/A_{i,t-1}$	0.778	7.223***	0.952	1.050
$S_t/A_{i,t-1}$	-0.0124	0.594	0.878	1.139
$Tobin'Q_t$	-0.0927	-1.935*	0.950	1.053
R^2	0.12			
Adj. R^2	0.11			
F	12.008			
Sig. F	0.000			

注：***，*分别表示该变量的参数在1%、5%和10%水平上显著相关。

表 7-9　　2004 年模型(2)回归结果一览表

变量	2004 年			
	参数估计	t	Tolerance	VIF
(Constant)	0.0941	2.527***		
$SDB_{i,t-1}$	-0.166	-4.326***	0.830	1.205
$LDB_{i,t-1}$	0.0660	1.026	0.875	1.143
$CF_t/A_{i,t-1}$	0.391	6.320***	0.883	1.133

变量	2004 年			
	参数估计	t	Tolerance	VIF
$S_t/A_{i,t-1}$	0.031	3.032***	0.831	1.203
$Tobin'Q_t$	-0.0227	-0.899	0.943	1.060
R^2	0.178			
Adj. R^2	0.168			
F	19.014			
Sig. F	0.000			

注：***表示该变量的参数在1%水平上显著相关。

表 7-10　　2005 年模型(2)回归结果一览表

变量	2005 年			
	参数估计	t	Tolerance	VIF
(Constant)	0.113	2.784***		
$SDB_{i,t-1}$	-0.138	-3.645***	0.874	1.144
$LDB_{i,t-1}$	0.0613	0.868	0.865	1.156
$CF_t/A_{i,t-1}$	0.115	1.432	0.903	1.107
$S_t/A_{i,t-1}$	0.021	2.060**	0.892	1.121
$Tobin'Q_t$	-0.0410	-1.286	0.972	1.028
R^2	0.059			
Adj. R^2	0.048			
F	5.486			
Sig. F	0.000			

注：***，**分别表示该变量的参数在1%和5%水平上显著相关。

模型(3)各年回归结果如下表:

表 7-11　　2003 年模型(3)回归结果一览表

变量	2003 年			
	参数估计	t	Tolerance	VIF
(Constant)	0.214	2.892 * * *		
LPA	-0.101	-.978	0.948	1.055
BPA	-0.160	-.935	0.650	1.537
CFt/Ait-1	0.763	6.944 * * *	0.914	1.095
St/Ait-1	-0.009	0.388	0.645	1.551
Tobin′Qt	-0.0984	-2.074 * *	0.968	1.033
R^2	0.121			
Adj. R^2	0.111			
F	12.101			
Sig. F	0.000			

注:* * *,* * 分别表示该变量的参数在 1% 和 5% 水平上显著相关。

表 7-12　　2004 年模型(3)回归结果一览表

变量	2004 年			
	参数估计	t	Tolerance	VIF
(Constant)	0.0788	2.182 * *		
LPA	-0.0465	-1.055	0.923	1.084
BPA	-0.215	3.055 * * *	0.589	1.697
$CF_t/A_{i,t-1}$	0.404	6.351 * * *	0.859	1.164
$S_t/A_{i,t-1}$	0.0365	2.992 * * *	0.552	1.812
Tobin′Q_t	-0.030	-1.189	0.964	1.037
R^2	0.154			

变量	2004年			
	参数估计	t	Tolerance	VIF
Adj. R^2	0.145			
F	16.077			
Sig. F	0.000			

注：* * *，* * 分别表示该变量的参数在1%和5%水平上显著相关。

表7-13　　2005年模型(3)回归结果一览表

变量	2005年			
	参数估计	t	Tolerance	VIF
(Constant)	0.117	2.994***		
LPA	-0.0687	-1.453	0.920	1.087
BPA	-0.193	-2.843***	0.641	1.560
$CF_t/A_{i,t-1}$	0.134	1.665*	0.909	1.101
$S_t/A_{i,t-1}$	0.0274	2.199**	0.605	1.653
Tobin'Q_t	-0.0563	-1.811*	0.991	1.009
R^2	0.045			
Adj. R^2	0.034			
F	4.100			
Sig. F	0.001			

注：* * *，* *，* 分别表示该变量的参数在1%、5%和10%水平上显著相关。

从表7-5、7-6和7-7的回归结果可以看出，企业负债融资与企业投资规模负相关，其中2004年和2005年企业负债融资与企业投资规模显著负相关。证明了假设一，即前期的资产负债率越高，企业当期的投资规模越小。与Aivazian(2005)等

人对西方国家负债比率与投资支出关系的检验结果一致。这说明我国上市公司中负债可以抑制过度投资现象,起到相机治理作用。

表7-8、7-9和7-10的回归结果表明,短期负债与企业的投资规模负相关,长期负债与投资规模正相关。并且通过对相关系数的绝对值进行比较可以发现,短期负债对企业投资规模的敏感性比长期负债对投资规模的敏感更强。这一债务期限结构的实证结果与前面的假设预期相一致。这说明短期负债在一定程度上能够抑制企业的过度投资,而长期负债没有这一作用,不具有相机治理作用。短期负债对企业投资行为的约束力要大于长期负债,短期负债更有利于保护债权人利益。

表7-11、7-12和7-13的回归结果表明,总体上我国上市公司的银行负债和商业信用与企业投资规模负相关,具有一定的治理作用,银行负债和商业信用能在一定程度上抑制企业扩张投资规模的冲动,从而限制企业代理人的自利行为。但商业信用与银行负债相比,商业信用对企业的投资行为的约束力较大。

7.5 研究结论与建议

本章用中国证券市场的数据验证了负债融资对企业投资行为的影响,在一定程度上证明了负债具有相机治理作用,即负债比率的增加可以抑制企业的过度投资行为。而且我们把负债分为短期负债和长期负债后,发现短期负债与投资规模负相关,而长期负债与投资规模正相关,说明短期负债有相机治理作用,能抑制企业的过度投资,但长期负债不具有这一作用。从负债的期限结构来看,缩短负债期限,能够抑制企业的过度投资行为。从负债来源角度来看,商业信用由于其再融资约束能够对企业投资起到约束作用,而国有商业银行与多数国有上市公司的产

权同质性，使得银行借款对企业投资行为规制不足。

因此，我们提出以下建议：

7.5.1　易发生过度投资行为的企业应拥有较多的短期负债，减少管理者控制的自由现金流，抑制过度投资行为

7.5.2　建立银行对企业的相机治理机制

我国上市公司股东对银行这个主要债权人利益的侵占源于历史原因造成的股东与银行的同质性。我国上市公司多由国有企业改制而来，国有股多居控股地位。虽然近几年上市公司中国有股的比重有所下降，但总体而言依然很高。与此同时，国有银行产权改革滞后，使其还未能完全以金融企业的身份与工商企业建立相互选择、平等互利的关系，银行与企业的交易活动在相当程度上还受到政府的干预。我国银企关系的制度设计是以防范金融风险为主要目的，而并没有鼓励银行积极主动地参与公司的治理，因此导致银行对上市公司的经营情况并不是太关心。债权人的“硬约束”实际上成为一种“软约束”，对上市公司的管理者没有激励与约束作用。所以，要解决上市公司股东对银行利益的侵占问题，必须进一步深化企业和银行的改革，改变企业与银行产权结构单一的现状。通过产权结构的多元化，逐步降低银企产权的同质性程度，从而逐渐加强银行对企业的约束，使银行和上市公司之间存在真正商业化的债权债务关系，建立银行的相机治理机制。

7.5.3　加快负债融资工具的创新，不断为企业负债融资提供外部条件

从负债融资的工具来看，我国目前只发行信用债券，而且主要采取固定利率。可以适当发展诸如抵押担保债券、息票债券、中长期浮动利率债券等品种。负债融资工具的创新，将极大地推动我国债券市场的发展，进而影响过度投资的治理。

7.5.4 不断加强公司治理

如果将公司治理结构理解为用来处理不同利益相关者之间关系，以实现经济目标的一整套制度安排，那么企业运行的各种决策就是企业利益相关者在这一制度安排下博弈的结果，其中融资决策是企业运行过程中的重要决策之一。如果公司治理结构失效或弱化，经理人员就有采取有利于自己而损害外部股东利益的融资政策的动机。因此，加强公司治理将有助于过度投资治理。

8. 政策建议

以上各章分别讨论了我国上市公司非效率投资行为的各种动机，以及债务融资、股权结构以及自由现金流量与上市公司非效率投资的关系，但上市公司非效率投资行为往往是多种因素共同作用的结果，需要采取措施综合治理上市公司的非效率投资行为。

8.1 完善公司治理结构，抑制上市公司非效率投资行为

8.1.1 选择合理的治理结构模式

关于国有企业治理结构模式的选择，有人主张采取日、德的银行治理模式；有人主张采取英、美的市场治理模式；有人认为在借鉴日、德和英、美两种模式的基础上创造一种适合中国市场经济的治理模式。实际上，不同的企业治理结构模式反映不同的市场环境、金融制度以及企业融资结构安排上的不同。美国形成了外部控制型的企业治理结构模式，突出资本市场对企业的治理作用，并使这一方式得到有效运行，其运作基础在于明晰的个人产权制度和高度完善、发达的资本市场；日本形成了内部接管型的企业治理模式，强调大股东尤其是银行对企业治理的控制功能、其运作基础以法人为主体的企业产权制度和完备的金融制度为前提。

从中国目前所面临的外部环境来看，资本市场尚处于发展阶段，证券价格尚不能正确反映企业的信息，资本市场约束与控

制作用比较脆弱,而银行制度还远未完善,银行作为经济发展过程中的中介机构,其竞争性的主体地位还未确立,市场作为基础性的配发作用远未发挥出来。但目前,我国国有企业的融资仍然以间接融资形式为主,这种情况下,发挥银行对企业的监控或治理作用仍然很有必要。不过,借鉴日、德治理模式不能完全地模仿,而应结合中国的国情加以适当修正。随着证券市场的发展、各项制度的不断完善,直接融资比重会逐渐提高,发挥市场机制对企业的治理作用将是一个经济发展的自然选择过程;或者说,中国企业融资结构的调整与治理结构的选择会随着融资方式从银行主导型到市场多元化发展的过程中渐进地从银行监督与治理向市场机制调整与治理方向过渡,但在这一过程中,两种治理方式相互交融、相互补充会使企业治理结构变得更加完善与合理。

8.1.2 改进中国上市公司的委托代理关系

中国上市公司非理性投资的实质原因是治理结构与委托代理出了问题。在企业经济活动中,由于行为主体目标函数的不同,因而其实现自身利益的行为表现也具有较大的差异性。由于股东不能无成本地监督代理人的经营决策,因而明显在所有权与控制权间存在差异,没有理由认为作为股东代理人的经理,将总是以股东的最大利益作为行为准则。对于经营者而言,他们有自己的行为目标,诸如享有更多的津贴、追求更高的待遇、豪华的办公室、昂贵的午餐、高速的交通工具等。对于投资者来讲,他们所追求的目标是自身收益的最大化,由于投资方式不同,就会产生他们对企业约束和监督的动力差异。因而,在投资决策上,就容易产生非效率行为。

中国上市公司在市场经济条件下是以分解的形态而存在并由众多的产权主体加以行使,多元产权主体的形式以及产权能在多层次上进行分解,实际上形成了国有产权多层次的委托代理关系。由于委托代理层次繁多、关系复杂,容易产生产权主体

模糊、行政推动和外在行政监督的缺陷。按照我国上市公司的产权模式，国家作为上市公司控股的股东，是事实上的委托人，它面对众多的代理人，就产生了较高的代理成本，并且难以防止代理人利用信息优势向委托人提供错误信息，从中作弊。因而要改进中国上市公司的非效率投资，必须改进中国上市公司的委托代理关系。

8.1.3 完善国有企业经营者的激励与约束制度

企业治理结构不仅是一套静态组织机构和制度安排，而且是一个实际运行以及监督指导的过程，公司法人内部治理结构实质上是一种委托—代理合约，合约的不完善是机会主义动机的根源。由于企业是由一系列利益相关者组成的共同体，企业治理结构就是委托人和代理人、所有者和经营者、债权人和债务人、管理者和被管理者之间的博弈。而经营者作为企业资源的使用者，与外部投资者之间就会存在利益冲突，从而引起代理成本。为了降低代理成本，西方企业一般会采取激励与约束两种方式实施监督和控制，即为了控制管理当局的机会主义动机，一方面应加强监督、制衡，给管理当局施加一定的外部压力；另一方面，公司的动力根源归根到底源于公司各利益主体在公司统一目标下实现自身利益的动机和动力，公司必须将各利益主体之间合作中产生的外在性内部化，这就必须要以有效的激励机制来配合。目前，我国也有一些国有企业对高级经理人员实施奖励措施，如股票期权、年薪制等，仅这些还没有形成一种多数企业都认可的制度。从现有情况来看，对企业高管人员的奖励也只限于在岗时的奖励，缺乏有利于企业长期发展的激励措施。因此，有必要建立一个对经营者的激励和约束机制。

8.1.3.1 完善经营者的报酬制度，以解决报酬激励不足的问题

经营者的报酬结构包括两部分，一是基本年薪，主要根据经

营者在过去几年的经营业绩来加以确定;二是风险收入,即与企业经营目标完成情况相关的收入,包括年度奖金和远期收入两部分,其年度奖金主要根据企业当年的经营状况确定;而远期收入要根据企业未来的经营状况来确定,可以采取股票、股票期权、认股权等形式。这种经营者的报酬激励制度就把经营者的报酬与企业过去、现在和未来的经营状况相结合起来,迫使经营者对企业进行长期投入,而不是采取短期行为,这样就可以使经营者的利益目标逐渐与股东的利益目标达成一致。

8.1.3.2　需要建立健全公司控制权市场

公司控制权市场是指公司的控制权被交易的市场,主要方式有兼并、收购(包括要约收购与委托收购)等。在有效的公司控制权市场中,不同的利益主体争夺公司控制权,使公司控制权处于不断变化之中,而公司控制权可交易状态又可以与股票期权激励相结合,克服了两权分离下企业经营者目标与股东利益目标之间的偏差,促进股权激励机制作用的进一步发挥。就我国现状而言,实施股权激励与建立有效的控制权市场,一方面要积极创造良好的外部市场条件与法律环境,构造有效的股票市场、公司控制权市场以及经理人员市场;另一方面要营造合适的企业制度和内部条件,从内外两方面发挥股权激励与约束的双重作用。

8.1.3.3　建立公开的竞争性的经理市场

假若经理人员的产生没有竞争机制那就相当于存在一个代理人垄断性市场,这样代理人谋私利而无视委托人利益的代理问题会十分严重,代理成本会很高。把经理人员视为人力资本,在企业之外形成竞争机制是对经理人员进行有效约束和激励的必然选择。每个经理人员都面对着许多潜在经理人员,后者会努力搜集有关企业业绩的评价以及经理人员收入等信息来选择企业。一个企业如果业绩好给予经理人员的收入越高,那么对经理人员的吸引力越大,这样会加大经理人员机会主义或道德

风险的机会成本,迫使经理人员为了不使自己的相关收入受损而兢兢业业为企业工作。与外部人才相对应,企业内部的现有各级经营者也会组成一个人才市场,它所产生的监督机制来自企业作为一个整体和一个合约的性质及企业管理的多层结构,因此企业内部都有内在的动力对经营者实施监督。这种内部监督直接作用于经理人员,使其努力为企业工作。这样不仅可以大大降低委托者的监督成本,而且提高了监督的效率,是增强企业激励、弱化代理问题的重要途径。

8.1.3.4　加强对经理的投资实施监督

监督有外部监督与内部监督。内部监督需要存在一定的股权集中度,存在产权清晰的大股东,因为只有产权清晰的大股东才有可能有监督的动机,大量分散的小股东由于"搭便车"动机,使得监督不可能发生或者监督因成本太高无法实施。一定程度的股权集中度有利于降低"搭便车"动机和提高监督效率。外部监督主要要求存在完善、发达的资本市场,大量合格的机构投资者,如各种基金、证券机构、投资银行等,发达的资本市场,信息流通与传输速度更快,有利于形成较强的控制权市场,使得兼并重组行为更多,造成经理的无形压力,减少经理的私人利益动机造成的过度投资行为。除此以外,发达的经理人才市场产生的竞争压力也降低了经理私人利益动机。一般来说,外部监督与内部监督具有一定的替代作用,外部监督较强的美国、英国等国家,其企业的股权集中度较低,这两个国家尤其美国,资本市场上存在各种基金代表中小散户,具有较强的外部监督作用,并且美国控制权市场发达,弥补了内部监督的不足。而且,美国并没有放弃内部监督的作用,特别强调独立董事代表中小股东利益约束经理的投资行为。另外,资本市场并不发达的德国与日本,企业内部治理往往体现在以银行为中心的大股东内部监督上。

8.1.4　优化股权结构

在我国上市公司的股权结构中,国有股比例过高,而且其主

体也不明确，因此治理效率低下，产生内部人控制问题。

优化股权结构，可以从以下几个方面考虑：

8.1.4.1　减持国有股

由于我国目前的法律和制度对投资者利益保护较弱，控制权市场和经营者人才市场发展不成熟，所有者又没有足够的能力对公司的经营者进行监督，因此，股权过于分散的公司必然面临着较高的代理成本；同时，我国现阶段大股东由于其股权优势，有盗窃公司资产，与经营者合谋侵害小股东利益的意愿。因此，我国目前上市公司股权结构的优化是在大股东有优势表决权的持股比例下，通过外部控制权市场制衡其控制权，减小控制权与收益权的分离度。在中国的资本市场，国有股存在着严重的代理问题，国有股的不可流动性抑制了控制权市场的发展，国有股处于控制地位，使公司管理层的任命带有计划经济色彩，因此有必要减持国有股。适当的保持和调整股权的集中度，减小控制权与收益权的分离度。加快国有股与流通股并轨的进程，使所有的股份实现真正的同股同权。只有这样，才能有效地改善上市公司的股权结构和非流通股比例过高的问题。

8.1.4.2　大力发展机构投资者

如果公司股权过度分散，则会导致股东监控能力不足，监控成本上升。对于中国的股票市场而言，由身份合适的大股东持有集中的股权可以提高公司治理的效率，有利于公司绩效的改进，有利于保护中小股东的利益，与企业内大股东形成有力的制衡。因此有必要继续推进各类基金组织的发展，培育养老基金、住房基金等机构持股者的力量，增大机构投资者在流通市场的比重，推动上市公司完善其法人治理结构，重视股东利益，规范企业的投资行为。

8.1.4.3　大力发展企业法人之间的交叉持股

这不仅可以提高治理效率，而且有利于在交叉持股企业之间形成战略联盟、在集团内部各成员企业之间增加特殊资产的

投资,并且便于整顿和发展处在困境中的成员企业。

8.1.5 完善独立董事和监事会制度

董事会因为其拥有股东委托的公司重大投资、经营决策权以及对经理人员的任免权而成为公司治理的中心。董事会的职责权力主要分为两个方面:决策与监督。就决策而言,董事会应着重制定公司的战略决策;就监督而言,董事会应设立提名、薪酬、审计等委员会,加强其自身内部控制制度的建设。在现阶段,我们不可能完全杜绝上市公司管理层对信息的操纵,为保证董事会拥有有利于创新决策的结构,只有培育能对其形成约束的力量,而独立董事制度就是一种可行的选择。独立董事最根本的特征在于其独立性,因而在保护中小投资者方面被人们寄予厚望。

然而,独立董事从哪里来,如果独立董事均由大股东推荐,并是经过股东大会投票选举的话,独立董事很可能不是代表小股东利益,实际还是代表大股东的意志。从美国的“安然”事件以及我国上市公司的现状来看,独立董事制度的作用并没有得到有效发挥。按照设立独立董事这一制度的最初设想,他们应该一方面了解上市公司的情况,另一方面在利益上相对独立于上市公司。但目前,独立董事在“懂事”和“独立”两方面不尽如人意,甚至让人对其作用产生怀疑。问题的根本原因在于独立董事与上市公司存在利益上的关联性,最直接的表现就是独立董事由上市公司的管理层聘用并支付酬劳。试问,这与上市公司的员工有什么本质上的区别?而我们对上市公司的员工能要求独立性吗?而利益上的非独立性又在很大程度上导致了独立董事的不“懂事”。提高独立董事的独立性关键在于减小其与上市公司的利益相关性。

我们应该采取如下对策:

首先,可通过改变“同构化”的董事会,使一部分董事会成员逐步成为独立董事,最终使董事会代表全体股东利益,在选择代

表中小股东利益的独立董事时,可以考虑由中小股东提议,中小股东投票选举产生,而不应该由大股东参与。这种做法可能会造成在董事会出现权力割据的局面,影响决策和经营管理效率,但从保护中小股东利益的角度考虑,可能会带来更大的效率。

其次,可强化独立董事在公司战略决策、提名、薪酬等方面中的地位和作用,以此增强公司董事会在决策上的独立性。

再次,考虑由第三方,如证券交易所,来支付独立董事的报酬。因为独立董事本质上是代表中小投资者的利益,代表广大股东参与上市公司的经营决策,而证券交易所的一个重要职责就在于提高和维护公开、公平、公正的交易环境,保护中小投资者的利益,所以由证券交易所来支付独立董事的报酬具备一定的可行性。当上市公司故意隐瞒重大事件或企图发布有误导嫌疑的信息时,独立董事有权力也有义务要求其改正,在必要时可以直接向证券交易所报告。对于没有履行其应尽义务的独立董事,证券交易所可对其采取一定的处罚权,如降低其酬劳、免去其任职资格等,通过独立董事个人的声誉机制来建立一个独立董事市场。

最后,要让独立董事真正"懂事"就必须在相关的法律法规中明确规定其应尽的职责和义务,以及未能尽职时所应承担的责任。独立董事对公司和全体股东负有忠实义务与注意义务。违反该义务的,独立董事也要对公司、甚至公司股东承担民事赔偿责任。独立董事们应当意识到,独立董事不同于公司的挂名顾问或者其他名誉职务。独立董事既握有参与公司重大经营决策、对其他董事和经理层进行监督的权力,也肩负着沉重的法律义务。独立董事具有的独立性不是独立董事逃避责任的护身符,在一定程度上,独立性只会加重、而非减轻独立董事所负的义务。当然,公司法中可以鼓励独立董事的进取精神,使得出于公心的谨慎独立董事免于承担赔偿责任。独立董事还可以为自己购买董事责任保险,以减轻自己的赔偿责任。

另外，为实现公共利益相关者对公司的共同治理，应当改进和完善监事会的构成和运行机制，使其有效地发挥监督作用。监事会是独立于董事会和经理层之外，由股东和职工代表共同组成的对公司经营机构行使监督检查的公司内部监督机构。在构成方面，职工代表由于工作上受公司董事会和经理的领导，很难对其进行监督，而股东方面的监事由于缺少必要的渠道，对公司经营的实际状况并不了解。另外，监事会的职能仅限于事后监督检查，无权提名和任免董事，对企业的监督权力有限。因此，应改进和完善董事会，使其更有效率。一方面，可将审计和财务监察权赋予监事会，赋予监事会更应具备的独立资格和监事的独立权，确保监事会的监督功能；另一方面，改变监事会成员大部分由工会主席和职工代表组成以及监事会成员普遍不熟悉财务规则的现状，确保其主要职能作用的发挥。

8.1.6 加强规范与监管

管理层可制定一系列指标对上市公司进行考核，加大处罚力度，对不符合考核标准的上市公司启用退市机制。建立“上市公司分类管理制度”，即先对上市公司经营风险、信息披露风险进行综合分析和评价，然后再实施分类监管。对于高风险公司将予以重点关注和监管。在完善法人治理结构的基础上实行两权分开，规范上市公司和大股东行为，优化股权结构、降低股权集中度、流通股份权适度集中、发展机构投资者和战略投资者，建立外部强有力的监督约束机制强化市场监管。

8.2 提高银行的监督意识，抑制上市公司非效率投资行为

我国上市公司股东对银行这个主要债权人利益的侵害，源于历史原因造成的股东与银行的“同质性”。我国上市公司多由国有企业改制而来，国有股多居于控股地位，虽然近几年上市公

司中国有股的比重有所下降,但总体而言依然很高。与此同时,国有银行产权改革滞后,使其还未能完全以金融企业的身份与工商企业建立相互选择、平等互利的关系,银行与企业的交易活动在相当程度上还受到政府的干预。所以,要解决上市公司股东对银行利益的侵害问题,必须进一步深化企业和银行的改革,改变企业与银行产权结构单一的现状,通过产权结构的多元化,逐步降低银企产权的同质性程度,从而逐渐加强银行对企业的约束。银行是上市公司资金来源的一个主要渠道,作为公司的一个主要相关利益者,银行要发挥监督机制。作为债权人的银行,应积极参与公司治理以维护自身资产的安全。其控制不仅仅是在企业破产清算或重组时接手控制权,而应是事前、事中、事后全方位的动态的过程。要做到对企业全方位的监督,防范企业的逆向选择和道德风险,对企业失败应积极发挥债务合同的硬约束,建立起能发挥债权人监督作用的监督体系。就我国的银行来说,应提高参与公司治理的意识,加强经营不善公司的退出与控制权的转移,发挥债务合同的硬约束。比如在上市公司的收购过程中,如果遭到管理层或地方政府的抵制,银行可充分利用其身份,采用申请破产还债等手段促进收购的顺利进行,主动替管理不善的公司寻找潜在的收购人,并与其合作,通过发动代理权竞争等手段使控制权发生转移。

同时,我们也看到,企业与供应商之间的利益冲突更为严重。由于缺乏完善的商业信用体系与商业信用环境,我国企业间的逾期应收账款长期居高不下。所以,要减少股东对供应商这个债权人利益的侵害,必须建立完善的商业信用体系和偿债保障机制:一方面,针对市场信用不足的突出矛盾,重点解决信用评级、信用担保、支付清算等问题,加快商业信用结构调整,大力鼓励商业票据,尤其是商业汇票的使用;另一方面,也需要健全相关法律法规和强化政府管理措施,以有效抑制企业之间恶意拖欠商业信用负债的行为。此外,也需要进一步完善债券市



场,改善银企关系,以充分发挥负债的相机治理作用。

8.3 完善市场环境,抑制上市公司非效率投资行为

我国证券市场呈现“跛足”状态——股票市场发达,企业债券市场规模很小。为完善我国企业的治理,应改善我国资本市场,尤其是大力发展债券市场,为企业提供一个完善的、流动性强的外部融资环境;发展上市公司与非上市公司的多种合理的合并方式,如非上市公司的借壳、买壳上市,上市公司依靠其较强的内外源融资能力兼并非上市公司,扩大其外延规模,最终实现上市公司与非上市公司的资本结构互补,相互促进,共同发展;积极培养经营者市场,为经营者的监管提供一个合理的约束。

转变政府职能,明晰投资主体,规范政府的投融资管理行为,按照市场的要求塑造真正的投资主体,建立风险与收益对称的市场体系。发展资本市场,按照市场的要求塑造真正的投资主体;建立风险与收益对称的市场扶持并培育多元化的机构投资者尤其是养老基金,促使其积极地参与公司治理;建立动态化公司信息披露制度,并建立连带性的民事赔偿制度;硬化企业和银行的投资约束机制必须让投资主体承担起相应的责任。

清除对非国有经济的融资歧视,为其创造平等宽松环境创造一个公平的以效益为导向的融资环境。一要改变银行贷款发放过程中的“唯成分论”倾向,不论企业性质,不管企业大小,只要有效益、有市场、讲信用,就全力支持;二要对非国有企业广开市场;三是尽快解除对资本市场的计划控制和行政干预,在直接融资上给予非国有经济平等的进入条件,由市场而非政府来决定企业的上市资格;四是适应非国有经济发展需要,大力发展地方性民营金融机构,为广大非国有经济提供金融支持。

8.4 优化资本结构，抑制上市公司非效率投资行为

债务融资也可以起到对经营者的激励和约束作用。由于经营者承担了履行债务的义务，他们就必须更加有效地使用资金，减少浪费。在不存在其他激励制度的情况下，还债压力会使管理变得更加有效率。所以，完善治理结构还需要调整与完善企业的融资结构，在资本结构决策时提高负债的比重。由于负债的硬约束，债权人可以向在职经理施加可置信的破产威胁，这将威胁到经理的防御收益，经理基于职业前景的考虑，会将现金流优先用于偿还负债本息，从而间接减少经理控制的资源。因此，债务可以作为阻止经理接受非效率投资项目的手段。在债务的选择上，为了防止过于借助单纯的负债而带来的“破产威胁”所引致的经营者走向另一极端——投资不足，可以采用发行带有可赎回条款的可转换债券的方式。如果可转换债券设计得比较恰当，就能发挥其独特的作用。当债务有利于阻止管理层过度投资行为时候，可转换债券不会发生转换，而当债务过多导致管理层出现投资不足的时候，转换的发生，可以减少公司的杠杆程度，进而缓解投资不足。

8.5 建立理性、科学的投资决策制度和透明、规范的决策程序过程

建立理性、科学的投资决策制度和透明、规范的决策程序过程，是治理企业非理性投资行为蔓延的一个便捷有效和切实可行的途径。为此，企业应完善决策机构人员的组成结构，排除个人意志和绝对权力对决策的影响；建立程序性和规范化的投资决策模式，抛弃仅凭高层管理者个人心理、情感、喜好、作风、胆略、价值观和经验，纯粹依赖于个人感观直觉的精英型、直觉型

和随意型决策模式。此外,为了有效地降低非效率投资行为,在实施企业内部激励约束机制的同时,强化对经营管理者的外部约束也是至关重要的。特别是需要进一步完善经理人市场,通过建立职业经理人评价委员会和职业经理人事务所,实现从全社会优化配置人力资源。完善的经理人市场,既可以使在位的经理人面临更大的职业竞争压力,减少道德风险行为,又能够使企业所有者充分利用市场机制对经理人进行准确定价,改变经理人的敲竹杠投资行为。

8.6 规范政府行为,抑制上市公司非效率投资行为

相对于研究企业的边界来说,我国目前更为迫切的似乎应当是研究政府的边界。关于政府对市场的替代以及市场化的限度讨论,在理论界一直是一个颇有意义的论题。从公司治理和投资来看,很多问题的存在与政府、特别是与地方政府有着密切的联系,而且地方政府非规范性的投资行为往往也是中央政府宏观经济政策不能收到预期效果的原因之一。在投资决策方面,一个地区投资规模的大小,对一个地方的经济、社会发展乃至行政领导的政治前途影响深远,因此,地方政府就有动力充当投资主体或者介入企业投资行为。由此,规范提高企业的投资效率必须规范政府行为。

参考文献

外文文献

[1] Fazzari. Hubbard and Petersen. Financing constraints and corporate investment. 1987. NBEB working paperNo. 2387.

[2] Jensen. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and take overs. American Economic Review. 1986. 76:323 ~ 329.

[3] Jensen. M., and W. Meckling. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and capital structure. Journal of Financial Economics. 1976. 3:305 ~ 360.

[4] Myers Stewart. C. and Majluf Niclolas S. Corporate financing and investment decisions when firms have information the investors do not have[J]. Journal of Financial Economics. 1984, 13, June: 187 ~ 221.

[5] Naravanan. M. Debt vs. equity under asymmetric information [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis. 1988. 23. No. 1:39 ~ 51.

[6] Stulz. Managerial discretion and optimal financing policies. Journalof Financial Economics, 1990. 26:3 ~ 27.

[7] Murphy K. J. Corporate Performance and Managerial Remuneration: An Empirical Analysis[J]. Journal of Accounting and Economic, 1985, 7(1):11 ~ 42.

[8] Fama Eugene F. , Merton H. Miller. The theory of finance [M]. Holt, Rinehart and Winston Inc. , 1972.

[9] Lundstrum. Corporate Investment Myopia: A Horserace of the Theories[J]. Journal of Corporate Finance, 2002(8): 353 ~ 371.

[10] N. L. Ross, A. Shepand. Firm Diversification and CEO Compensation[J]. Rand Journal of Economics, 1997(28): 489 ~ 51.

[11] A. R. Shleifer, Vishny. Managerial Entrenchment: This Cass of Manager Specific Investment [J]. Journal of Financial Economics. 1988

[12] Stein, J. Takeover threats and managerial myopia [J]. Journal of Political Economy, 1988, 96, 61 ~ 80.

[13] Scott Richardson. Over-investment of free cash flow. Rev Acc Stud(2006) 11: 159 ~ 189 Springer.

[14] Stein JC. Agency, Information and Corporate Investment [J]. Harvard University and NBER, 2003, 111 ~ 153.

[15] Miguel A, Pindado J. Determinants of Capital Structure: New Evidence from Spanish Panel Data [J]. Joural of Corporate Finance, 2001, 7: 77 ~ 99.

[16] Froot, K. A. , Scharfstein, D. A. , Stein, J. C. Risk management: coordinating corporate investment and financing policies. Journal of Finance. 1993, 5, 1629 ~ 1658.

[17] ThomaseE. Copeland, J. Fred Weston. Financial Theory and Corporate Policy. Addison-Wesley Publishing Company.

[18] Jeremy C. Stein. Agency, Information and Corporate Investment. Harvard University and NBER, 2003, 111 ~ 153.

[19] Morgado, Julio Pindado. The under-investment and over-investment hypotheses: An analysis using panel data. 2004. working paper.

[20] Kenneth A. Froot, David S. Scharfstein, Jeremy C. Stein. Risk Management: Coordinating Corporate Investment and Financing Policies[J]. The Journal of Finance, 1993, Vol. 48, 1629 ~ 1658.

[21] Jensen, Farrell E, Lawson, John S and Langemeier. Larry N. Agricultural Investment and Internal Cash flow – Variables [J]. Review of Agricultural Economics, May1993, 15(2):295 ~ 306.

[22] Mayers S. Determinants of Corporate Borrowing [J]. Journal of Financial Economics, 1977, 5:147 ~ 76.

[23] Stiglitz J. Weiss A. Credit Rationing in Markets with Imperfect Information [J]. American Economic Review, 1981, 71: 393 ~ 410.

[24] L. Lang, R. Stulz. Tobin' q, Corporate Diversification and Firm Performance[J]. Journal of Political Economy 1994, (102): 1248 ~ 1280.

[25] DavidS. Scharfstein, Jeremy Stein. The Dark Side of Internal Capital Markets: Divisional Rent – Seeking and Inefficient Investment[J]. Journal of Finance, 2000, (12):2537 ~ 2564.

[26] Betrand M., Mullainathan S. Are Executives Paid for Luck? The Ones Without Principals Are [J] . Quarterly JournalofEconomics, 2001, (116):901 ~ 932.

[27] R. K. Aggarwal, A. A. Samwick. Why do Managers Diversify Their Firms? Agency Considered[J]. Journal of Finance, 2003, (58):71 ~ 118.

[28] Raghuram Rajan, HenriServaes, Luigi Zingales. The Cost of Diversity: The Diversification Discount and Inefficient Investment [R]. University of Chicago, 1999.

[29] Oliner S., Rudebusch G. Internal Finance and

Investment:Testing the Role of Asymmetric Information and Agency Cost[J]. Review of Economics and Statistics, 1992, 12(5):643 ~654.

[30] StrongJ. S., J. R. Meyer. Sustaining Investment, Discretionary Investment, and Valuation: A Residual Funds Study of the Paper Industry. 1996.

[31] R. G. Hubbarded. Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment[C]. Chicago: University of Chicago Press, 1990. 127 ~ 148.

[32] StephenC. V. The Cash Flow/Investment Relationship: Evidence Form U. S. Manufacturing Firms [J]. Financial Management, 1994, 23(2):3 ~ 20.

[33] A. Alti. How Sensitive is Investment to Cash Flow When Financing is Frictionless? [J]. Journal of Finance, 2003, (58):707 ~722.

[34] T. H. Noe, M. J. Rebello. Renegotiation, Investment Horizons and Managerial Discretion[J]. Journal ofBusiness, 1997, (70):385 ~407.

[35] M. P. Narayanan. Managerial Incentives for Short-term Results[J]. Journal of Finance, 1985, 40(5):1469 ~ 1484.

[36] Darough M. N. Managerial Incentives for Short-term Results: A Comment[J]. Journal of Finance, 1987, 43(6):1097 ~1102.

[37] Narayanan M. P. Managerial Incentives for Short-term Results: A Reply[J]. Journal of Finance, 1987, 42(6):1103 ~1104.

[38] Denis, David J., Diane Denis, Atula Sarin. Agency Problems, Equity Ownership, and Corporate Diversification [J]

. Journal of Finance, 1997, (52): 135 ~ 160.

[39] R. C. Anderson, et al. Pay for Performance and Firm Diversification[J]. Financial Management, 2000, (29): 5 ~ 22.

[40] Servaes, Henri. The Value of Diversification during the Conglomerate Merger Wave[J]. Journal of Economics, 1996, (113): 531 ~ 553.

[41] Lins, Karl, Henri Servas. International Evidence on the Value of Corporate Diversification [J]. Journal of Finance, 1999, (6): 2215 ~ 2239.

[42] Devereux M., F. Schiantarelli. Investment, Financial Factors, and Cash Flow: Evidence from U. K. Panel Data. University ofChicago Press, 1990. 279 ~ 306.

[43] Jensen M. C. The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems[J]. Journal of Finance, 1993, (48): 831 ~ 880.

[44] Mark Klock, Clifford F. A Test of Stulz's Over - investment Hypothesis[J]. Financial Review, 1995, 30 (3): 387 ~ 398.

[45] Dechow P M, RG Sloan. Executive Incentives and the Horizon Problem[J]. Journal of Accounting and Economics, 1991, 14(2): 51 ~ 89.

[46] Chevalier. Why do Firms Undertake Diversifying Mergers? An Examination of the Investment Policies of Merging Firms[R]. University of Chicago, 1999.

[47] Lundstrum. Corporate Investment Myopia: A Horserace of the Theories [J]. Journal of Corporate Finance, 2002, (8): 353 ~ 371.

[48] E. Berkovitch, E. Kim. Financial Contracting and Leverage



Induced Over and Under-investment[J]. Journal of Finance,1990, 45(4):765 ~794.

[49] Dyck A, ZingalesL. Private benefits of control: an international comparison[J]. Journal of Finance,2004,59(2):537 ~600.

[50] DeAngelo H, DeAngelo L. Managerial onership of voting rights: a study of public corporation with dual classes of common stock[J]. Journal of Financial Economics,1985,14:33 ~69.

[51] Demsetz H, LehnK. The structure of corporate ownership: causes and consequences[J]. Journal of Political Economy, 1985, 93(6):1155 ~1177.

[52] Barclay M, HoldernessCG. Private benefits from control of public corporations[J]. Journal of Financial Economics,1989,25.

[53] LaPorta R, Lopez-deSilanes F, Shleifer A, Vishny RW. Invest or protection and corporate governance [J]. JournalofFinancialEconomics,2000,58:3 ~27.

[54] BlairM M. Ownership and control: rethinking corporate governance for the twenty-first century [M]. Washington, D. C: Brookings Institution Press,1995.

[55] NenovaT. The value of corporate voting rights and control: across-country analysis[J]. Journal of FinancialEconomics,2003,68 (3):325 ~351.

[56] LaPortaR, Lopez-de-SilanesF, ShleiferA, VishnyRW. Law and finance[J]. Journal of Political Economy, 1998, 106(6): 1113 ~1155.

[57] LaPorta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, Vishny RW. Invest or protection and corporate governance [J]. Journal of FinanceEconomics,2000,58(12):3 ~27.

[58] Iov, Welch. Why is bank debt senior? A theory of asymmetry and claim priority based on influence costs [J]. The Review of Financial Studies,1997,10(4):1203～1236.

[59] Myers SC, Majluf NS. Corporate financing and investment decisions when firm shave information that investors do not have [J]. Journal of Financial Economics, 1984,13(2):187～221.

中文文献

[1]伍利娜,陆正飞. 企业投资行为与融资结构的关系. 管理世界,2005(4):99～105.

[2]范从来,王海龙. 上市公司资木结构与公司投资行为之间关系的实证研究. 当代财经, 2006(11):43～47.

[3]油晓峰. 我国上市公司负债融资与过度投资治理. 财贸经济,2006(10):23～25.

[4]崔丽,钟长军. 负债融资对企业投资行为的影响——基于代理成本理论的实证研究. 经济理论研究,2006(8):67～69.

[5]刘昌国. 公司治理机制、自由现金流量与上市公司过度投资行为研究. 经济科学, 2006 (4):50～57.

[6]邬展霞. 我国上市公司股权激励制度对投资效率的影响分析. 生产力研究,2006(8):209～211 .

[7]彭程,刘星. 代理冲突下企业多元化投资行为的实物期权分析. 中国管理科学,2006(5): 81～86.

[8]吉瑞,王彦博. 转轨时期企业投资行为目标及影响因素-基于新古典模型的实证检验. 山西财经大学学报,2007(1):92～99.

[9]张翼,李辰. 股权结构、现金流与资本投资. 经济学(季

刊),2005(19):229~246.

[10]潘敏,金岩.信息不对称、股权制度安排与上市企业过度投资.金融研究,2003(1):55~65.

[11]符蓉,黄激动,干胜道.自由现金流理论研究综述:发展与应用.经济与管理研究,2005(5).

[12]陈敏.公司治理与投融资效率问题研究.中南财经政法大学博士论文.

[13]杨亦民,刘 星.公司价值、成长机会与合理投资水平——来自沪深股市的经验证据.工业工程管理,2006(3).

[14]文宏.融资偏好与融资效率——对我国上市公司的实证研究.当代经济科学,1999(6):38~43.

[15]刘少波,戴文慧.我国上市公司募集资金投向变更研究.经济研究,2004(5):88~97.

[16]王 艳,孙培源,杨忠直.经理层过度投资与股权激励的契约模型研究.中国管理科学,2005(2).

[17]刘怀珍,欧阳令南.经理私人利益与过度投资.中国管理科学,2004(10).

[18]周红霞,欧阳凌.企业非效率投资行为研究综述.管理科学,2004(12).

[19]袁春生,杨淑娥.经理管理防御与企业非效率投资.经济问题,2006(6).

[20]袁春生.论经营者控制权激励下的企业非效率投资.山西大学学报,2006(1).

[21]童 盼,支晓强.股东—债权人利益冲突对企业投资行为的影响——基于中国上市公司的模拟研究.管理科学,2005(5).

[22]郭丽虹.融资方式对企业投资的影响——基于中国上市公司的实证分析.当代财经,2006(8).

[23]郭丽虹. 日本制造业的内部融资与投资关系的研究. 经济科学,2004(3).

[24]刘星,杨亦民. 融资结构对企业投资行为的影响——来自沪深股市的经验证据. 预测,2006(3).

[25]何金耿,丁加华. 上市公司投资决策行为的实证分析. 证券市场导报. 2001(9).

[26]陈晓,单鑫. 债务融资是否会增加上市公司的融资成本. 经济研究,1999(9).

[27]陈收,刘卫国. 投资决策与资本结构优化互动关系综述及研究. 管理科学学报,1999(12).

[28]冯巍. 内部现金流量和企业投资——来自我国股票市场上市公司财务报告的证据. 经济科学,1999(1):51～571.

[29]林毅夫,李志赟. 政策性负担、道德风险与预算软约束. 经济研究,2004(2):17～27.

[30]施华强,彭兴韵. 商业银行软预算约束与中国银行业改革. 金融研究,2003(10):1～16.

[31]田利辉. 国有产权、预算软约束和中国上市公司杠杆治理. 管理世界,2005(7):123～128.

[32]魏锋,刘星. 融资约束、不确定性对公司投资行为的影响. 经济科学,2004(2):35～45.

[33]易纲,林明. 理解中国经济增长. 中国社会科学,2003(2):45～60.

[34]郑江淮,何旭强,王华. 上市公司投资的融资约束——从股权结构角度的实证分析. 金融研究,2001(11):92～99.

[35]何进日,周艺. 债务融资对企业过度投资约束的分析. 湘潭师范学院学报(社会科学版),2004(5).

[36]陆正飞,韩 霞,常 琦. 公司长期负债与投资行为关系研究——基于中国上市公司的实证分析. 管理世界,2006(1).

[37]兰艳泽．对我国上市公司债务约束功效的实证检验和分析．中央财经大学学报,2006(5).

[38]袁国良,郑江淮,胡志乾．我国上市公司融资偏好和融资能力的实证研究．管理世界,1999(3).

[39]张中华,王 治．内部现金流与中国上市公司投资行为:一个综合分析框架．当代经济科学,2006(6).

[40] 王鲁平,毛伟平,李静．负债对投资行为影响的实证研究——基于制造业国有控股上市公司的数据分析．西安交通大学管理学院,Working Paper.

[41]江伟、沈艺峰．大股东控制、资产替代与债权人保护．财经研究;2005(12).

[42]覃斌,企业融资方式与投资效率的相关性研究．暨南大学博士学位论文,2004. 10. 20.

[43]童盼、陆正飞．负债融资、负债来源与企业投资行为．经济研究,2005(5):75~84.

[44]童盼、陆正飞．负债对企业投资行为影响研究:述评与展望．会计研究,2005(12):71~76.

[45]童盼．负债期限结构与企业投资规模—来自中国A股上市公司的经验研究．经济科学,2005(5).

[46]唐雪松,郭建强．基于自由现金流代理成本假说的投资行为研究．证券市场导报,2007(4).

[47]陈舒予．上市公司投资与现金流高敏感度的经济解释——融资约束还是投资过度．厦门大学管理学院．Working Paper.

[48]王渝．上市公司过度投资动机研究．重庆大学硕士学位论文．2005.

[49]姜秀珍,全 林,陈俊芳．现金流量与公司投资决策——从公司规模角度的实证研究．工业工程与管理,2003

(5).

[50]刘星,曾宏. 我国上市公司非理性投资行为:表现、成因及治理. 中国软科学,2002(1):65~69.

[51]刘朝晖. 外部套利、市场反应与控股股东的非效率投资决策. 世界经济,2002(7):71~79.

[52]黄少安,张岗. 中国上市公司股权融资偏好分析. 经济研究,2001(11):12~20.

[53]李善民,刘智. 上市公司资本结构影响因素述评. 会计研究,2003(8):31~35.

[54]陆正飞,高强. 中国上市公司融资行为的研究——基于问卷调查的分析. 会计研究,2003(10):16~24.

[55]陆正飞,叶康涛. 中国上市公司股权融资偏好解析——偏好股权融资就是缘于融资成本低吗. 经济研究,2004(4):50~59.

后　记

在举世瞩目的中国经济转轨的过程中，投资体制改革以及投资行为是国民经济运行中令人尤为关注的一个重要主题。上市公司作为经济运行中的主体之一，其投资行为的方式和影响不容忽视。我们在本书以投资理论和实践部门的研究成果为基础，对我国上市公司的投资行为进行了理论研究和实证探索。

本书的构思源于我们分别在中央财经大学和西安交通大学读博士期间的多次学术交谈。本书的写作经历了多次修改、补充和调整，在整个写作过程中，我们试图在已有研究的基础上做一点深化。上市公司投资行为是资本市场健康发展中的一个重要课题，其在理论上的丰富和完善，以及在实践中的探索和发展，需要投入更长的时间和更多的经历。我们愿在各位专家、学者、同行的帮助与鼓励下，继续对这一课题进行更深层次地研究，争取取得更多成果。

本书作者姜锡明、张栋现分别就职于新疆财经大学会计学院和中国人民银行乌鲁木齐中心支行金融研究处。在书稿的撰写过程中得到了我们就职单位领导和同事的鼓励和关心，在此对他们表示感谢。今天本书得以出版，得益于新疆人民出版社的社领导和汉编部领导的大力支持和帮助，也得益于责任编辑和美编的辛勤工作，在此表示深深的敬意和衷心地感谢。

由于我们对理论和实践知识以及对研究方法掌握上的局限，书中所提出的观点和研究结论可能还不成熟，恳切地希望得到各位专家、学者和同行的赐教、批评指正。